

Juho Nurminen

# YRITYSVASTUURAPORTOINNIN VAIKUTUS YRITYSTEN ARVOSTUKSEEN OSAKEMARKKINOILLA

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatin tutkielma

Joulukuu 2019

# TIIVISTELMÄ

Juho Nurminen: Yritysvastuuraportoinnin vaikutus yritysten arvostukseen osakemarkkinoilla  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma  
Joulukuu 2019

---

Tässä kandidaatintutkielmassa tutkitaan yritysvastuuraportoinnin yhteyttä yritysten arvostukseen osakemarkkinoilla, millä tavoin tämä yhteys ei-taloudellisen informaation ja osakemarkkinoiden arvostuksen välillä ilmenee sekä millaisilla yrityksillä yritysvastuuraportointi on kattavampaa. Yritysvastuun merkitys osana yritystoimintaa on korostunut 2000-luvun aikana ja suuri osa yrityksistä toteuttaa yritysvastuuraportointia vapaaehtoisesti. Tehokkailla markkinoilla kaiken olemassa olevan informaation tulisi heijastua osakkeen hintaan.

Teoreettisessa viitekehyksessä on käsitelty yritysvastuun teoriaa, yritysvastuuraportointia ja tähän vaikuttavaa sääntelyä ja ohjeistoja sekä osakemarkkinoita koskevan teorian osalta markkinatehokkuuden lisäksi tuottoa ja riskiä sekä osakkeen arvonmääritystä.

Tutkielma on toteutettu systemaattisen kirjallisuuskatsauksen mukaisesti ja koostuu 15:sta tutkimuksesta, jotka on julkaistu aikavälillä 2017-2019. Aineiston keruuseen on käytetty ennalta määritettyä joukkoa hakusanoja ja aineiston keruussa on hyödynnetty pääosin Tampereen yliopiston hakupalvelinta, Andoria. Tutkielmassa on rajattu kehitysmaat tarkastelun ulkopuolelle, mutta muuten huomioita ei ole kiinnitetty maantieteellisiin eroihin, vaan on keskitytty keräämään aihealueen tuoreimpia tutkimuksia ajankohtaisten tulosten saavuttamiseksi.

Tutkielman tulokset osoittavat, että yritysvastuuraportoinnilla on kokonaisuudessaan positiivinen yhteys yrityksen markkina-arvoon nähden. Yritysvastuuinformaatio vähentää informaation epäsymmetriaa osakemarkkinoilla, ja näin ollen parantaa tehokkuutta yrityksen osakkeen arvonmuodostukselle, tehokkaiden markkinoiden teorian mukaisesti. Osa tutkimustuloksista on kuitenkin vahvasti ristiriidassa keskenään, joka on seurausta ei-taloudellisen yritysvastuuinformaation ja taloudellisten lukujen yhdistämisen haasteellisuudesta, toisistaan poikkeavista tutkimusmenetelmistä ja rajauksista.

Avainsanat: Yritysvastuu, Yritysvastuuraportointi, Ei-taloudellinen informaatio, Osakemarkkinat

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla

## Sisällysluettelo

<b>1. JOHDANTO</b>	1
1.2 TUTKIELMAN TAVOITE JA TUTKIMUSKYSYMYKSET	2
1.3 TUTKIELMAN RAKENNE	3
<b>2. YRITYSVASTUU</b>	4
2.1 YRITYSVASTUUN OSA-ALUEET	5
2.1.1 TALOUDELLINEN VASTUU & HYVÄ HALLINTOTAPA	5
2.1.2 YMPÄRISTÖVASTUU	6
2.1.3 SOSIAALINEN VASTUU	7
2.2 SIDOSRYHMÄAJATTELU JA VIESTINTÄ	8
<b>3. YRITYSVASTUURAPORTOINTI</b>	9
3.1 SÄÄNTELY, OHJEISTUKSET JA STANDARDIT	9
3.1.1 YK:N GLOBAL COMBACT JA KESTÄVÄN KEHITYKSEN TAVOITTEET	10
3.1.2 TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD)	11
3.1.3 SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD (SASB)	11
3.1.4 INTEGROIDUN RAPORTOINNIN VIITEKEHYS (IR)	12
3.1.5 GRI-RAPORTOINTISTANDARDIT	12
<b>4. OSAKEMARKKINAT</b>	15
4.1 MARKKINATEHOKKUUS	15
4.2 TUOTTO JA RISKI	17
4.3 OSAKKEEN ARVONMÄÄRITYS	20
<b>5. KIRJALLISUUSKATSAUS</b>	22
5.1 TUTKIMUSMENETELMÄ, RAJAUKSET JA TUTKIMUSAINEISTO	22
5.2 YRITYSVASTUURAPORTOINNIN JA MARKKINA-ARVON VÄLISEN YHTEYDEN ILMENTYMINEN	25
5.3 YRITYSVASTUURAPORTOINTIIN VAIKUTTAVAT OMINAISUUDET	26
5.4 POIKKEAVUUDET YRITYSVASTUUN OSA-ALUEIDEN VAIKUTUKSISSA MARKKINA-ARVOON NÄHDEN	27
5.5 INFORMAATION EPÄSYMMETRIA JA YRITYSVASTUUINFORMAATION EPÄSYMMETRINEN VAIKUTUS MARKKINOIHIN	28
5.6 YRITYSVASTUU-UUTISTEN VAIKUTUS MARKKINA-ARVOON	29
<b>6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	31
<b>LÄHDELUETTELO</b>	34

## 1. Johdanto

Yritysten olemassaolon tarkoituksesta on käyty paljon keskustelua vuosien saatossa. Taloustieteilijä Milton Friedman julkaisi vuonna 1970 artikkelin, jossa ilmaisi näkemyksensä, että yritystoiminnan ainoa vastuullinen tehtävä on hyödyntää sen voimavaroja maksimoidakseen omistajien varallisuutta (Friedman 1970). Sen sijaan Freeman esitteli 1980-luvulla sidosryhmäteorian (Engl. Stakeholder Theory), jonka mukaan yritysten tulee luoda lisäarvoa kaikille sidosryhmilleen, eikä vain omistajilleen (Stakeholdertheory.org, 2018). 2000-luvulla on keskustelu yrityksen olemassaolon tarkoituksesta siirtynyt yhteisvastuullisempaan suuntaan. Esimerkiksi Edmans (2016) kertoi artikkelissaan, että yritykset, joilla työntekijöiden hyvinvointi on korkealla tasolla, tuottavat kilpailukumppaneitaan paremmin pitkällä aikavälillä osakemarkkinoilla. Hänen näkemyksensä mukaan yritysten olemassaolon tarkoitus on palvella sidosryhmiään ja tätä kautta yritykset luovat lisäarvoa myös omistajilleen (Edmans 2015). Nykypäivänä informaatio välittyy paljon nopeammin sidosryhmien välillä teknologian kehityksen myötä, jolloin sidosryhmien vaikutus yritystoimintaan on korostuneempi. Yritysten on oltava toiminnassaan läpinäkyvämpiä, sillä informaatio ulottuu entistä laajemmalle alueelle median ja sosiaalisen median myötä, jolloin väärinkäytökset ja salailut paljastuvat paljon herkemmin kuin ennen (Haapala, 2016).

Yrityksillä on huomattava vaikutus toimintaympäristöönsä. Tämä vaikutus ei ilmene pelkästään tuotettavien tuotteiden ja palveluiden sekä työllistymisen muodossa, vaan myös työolosuhteiden, ihmisoikeuksien, hyvinvoinnin, innovatiivisuuden ja ympäristön muodossa. Yritysten vaikutukset yhteiskunnalle ovat seurausta tuottoisan toiminnan tavoittelusta. Yritysten odotetaan ymmärtävän toiminnastaan syntyvät ulkoisvaikutukset ympäristölle ja yhteiskunnalle, sekä kantavan myös vastuun tästä. (Euroopan Komissio, 2019a.) Yritykset ovat osa yhteiskuntaa ja ympäristöään, eivätkä toimi erillään näistä. Yritysten tulee tunnistaa ja ottaa toiminnassaan huomioon yhteiskunta ja toimintaympäristö sekä niiden muutokset. (Juutinen 2016, 23-24.)

Yritysvastuu on kuluneiden vuosien aikana saavuttanut huomiota niin yrityksissä, kuin myös mediassa (Crowther & Capaldi, 2018, 1). Yritysvastuukeskustelu on kasvanut 2000-luvulla kiihtyvästi (Kuvaja, 2017). Yritysvastuusta keskustellaan Tenhusen (2013) mukaan päivittäin mediassa. Sidosryhmien vaikutus yrityksiin nähden on korostunut. Sidosryhmät, kuten asiakkaat ja sijoittajat

odottavat nykypäivänä yrityksiltä enemmän vastuullisuutta, ja yritysten on näin ollen toimittava vastuullisesti, mikäli ne haluavat pysyä kannattavina (Haapakoski, 2017). Vastuullisuuden suosion ajureina on toiminut muun muassa taloudellisen globalisaation kiihtyminen, teknologian kehitys sekä ympäristöhaasteet, kuten ilmastonmuutos ja uusiutumattomien luonnonvarojen ehtyminen (Harmaala & Jallinoja 2012, 31-40).

Yritysvastuuraportointi on vuosien saatossa kehittynyt ja se on ollut pitkään monille yrityksille vapaaehtoista, mutta siitä huolimatta monet yritykset ovat sitä toteuttaneet. Yritysvastuuraportoinnin toteuttamisen käytännöt ovat olleet moninaisia sääntelyn puutteen takia. Yritysvastuuraportoinnille on kuitenkin viimeisten vuosien aikana luotu sääntelyä niin kansallisella, kuin kansainvälisellä tasolla. Vuonna 2017 tilinpäätösdirektiiviin tulleen muutoksen myötä suuria yrityksiä veloitetaan nykyään raportoimaan yritys vastuustaan tietyin osin. (Nokkala, 2018.) Kansainvälisellä tasolla ilmastonmuutosta vastaan tehty Pariisin ilmastopöytäkirja, joka astui voimaan vuonna 2016 on osaltaan vaikuttanut myös yritysten velvoitteisiin vastuullisuudesta, erityisesti ilmastoa kohtaan. Tämä sopimus sisältää tavoitteita muun muassa päästöjen vähentämiseksi vuoteen 2030 mennessä. (Euroopan komissio, 2019b.) Näiden tavoitteiden toteuttamiseksi EU on julkistanut vuonna 2018 toimintasuunnitelman, jonka tavoitteena on yhteiskunnan ja maapallon hyödyksi yhdistää kestävä rahoitus osaksi Euroopan taloutta. Toimintasuunnitelmassa suunniteltuja toimenpiteitä ovat muun muassa sääntelyn avulla läpinäkyvyyden parantaminen vastuullisuuden osalta rahoitusmarkkinoilla ja yritysten raportointivaatimuksissa. (Euroopan komissio, 2018.)

## 1.2 Tutkielman tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkielman tarkoituksena on tarkastella yritysraportoinnin vaikutusta yritysten arvostukseen osakemarkkinoilla. Yritysvastuuraportoinnin yhteyttä yritysten taloudelliseen suoriutumiskykyyn on tutkittu monilta eri lähestymistavoilta ja yleisesti on päädytty ristiriitaisiin tuloksiin (Egginton & McBrayer 2019). Tutkielman tavoitteena on selvittää viimeisten vuosien aikana julkaistujen tutkimusten perusteella, mihin suuntaan aihealueen tutkimukset ovat keskittyneet sekä kuinka yritysraportoinnin havaitaan vaikuttavan yritysten arvostukseen osakemarkkinoilla. Tämän lisäksi tutkielmassa on tavoitteena selvittää millaiset tekijät ja ominaisuudet määrittävät tätä vaikutusta sekä millaisilla yrityksillä yritysraportointi on kattavampaa.

Tutkimuskysymykset:

1. Millainen vaikutus yritysraportoinnilla on yritysten markkina-arvoon?

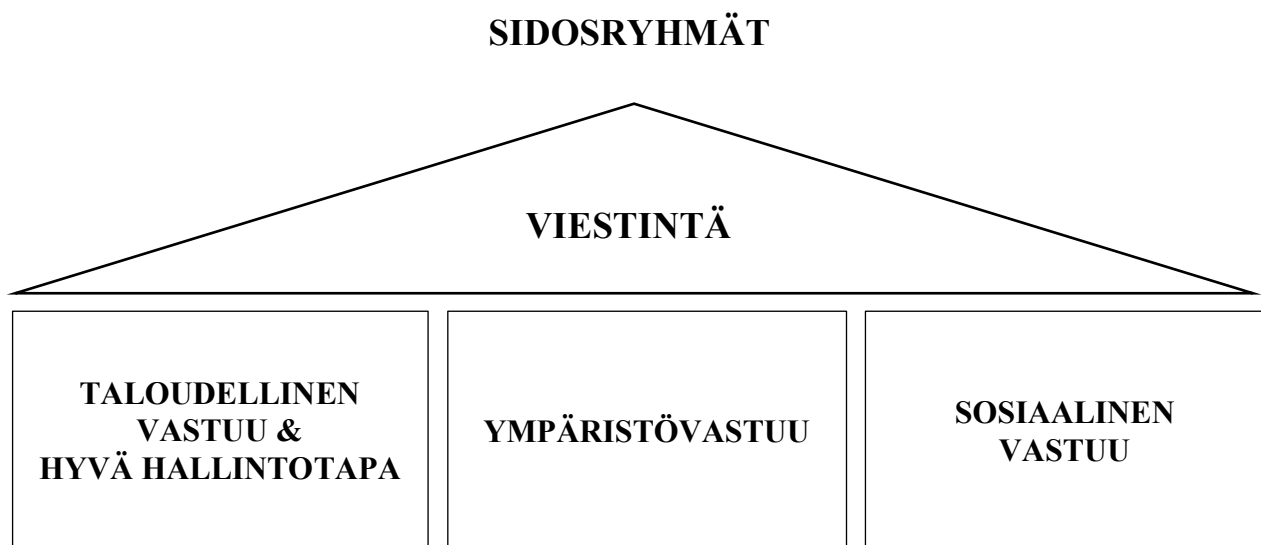
2. Mitkä tekijät määrittävät tätä vaikutusta?
3. Millaisilla yrityksillä yritysvastuuraportointi on kattavampaa?

### **1.3 Tutkielman rakenne**

Tutkielmassa on käsitelty ensimmäisenä aihealueen teoreettinen viitekehys, jossa käsitellään yritysvastuun käsitettä, yritysvastuuraportointia sekä osakemarkkinoita koskevaa teoriaa. Teoriaosuudesta on siirrytty kirjallisuuskatsaukseen, jonka alussa on esitelty tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rajaukset. Tämän jälkeen on käsitelty kirjallisuuskatsaus. Tutkielman päättää tutkimustuloksia ja johtopäätöksiä käsittelevä osio.

## 2. Yritysvastuu

Tässä osiossa on ensimmäisenä käsitelty yritysvastuuta yleisesti. Tämän jälkeen on käsitelty yritysvastuun ulottuvuudet, taloudellinen-, ympäristö- ja sosiaalinen vastuu. Yritysvastuun ulottuvuuksista on siirrytty sidosryhmälähtöisen ajattelun ja viestinnän kautta yritysvastuuraportointiin, jossa on käsitelty aihetta yleisesti sekä aihealueeseen liittyvää ajankohtaista sääntelyä, ohjeistoja ja viitekehyksiä. Yritysvastuun osio on käsitelty seuraavan kuvion (Kuvio 1) mukaisesti, joka havainnollistaa myös myöhemmin käsiteltävän yritysvastuuraportoinnin roolia tutkielmassa.



Kuvio 1. Yritysvastuun osa-alueet ja raportointi sidosryhmille.

Yritysten vastuullisuudesta puhuttaessa on käytetty monia erinäisiä termejä, kuten kestävä kehitys, kestävä liiketoiminta, yhteiskuntavastuu sekä yritysvastuu (Juutinen 2016, 24-25). Aihealueen terminologia on moninaista ja elävää, mutta näillä termeillä pohjaututaan lopulta pitkälti samaan aihealueeseen (Liappis, Pentikäinen & Vanhala 2019, 24-25). Tässä tutkielmassa yrityksen vastuullisuudesta, ja sen aihealueesta käytetään termiä *yritysvastuu*, joka on nykyään yleisesti käytettävä termi kuvaamaan yritysten vastuullisuutta yritystoiminnassaan sekä sen ulottuvuuksia (Vastuullisuusraportti.fi 2016; Rohweder 2004, 77-78).

Yritysvastuulla tarkoitetaan erinäisiä vapaaehtoisia toimia, joilla yritys pyrkii toimimaan vastuullisesti yhteiskunnan hyväksi yli lainsäädännön määräysten (Juutinen 2016, 26-28; Liappis ym. 2019, 6-8). Yritysvastuun pohjimmaisena tarkoituksena on liittää yritykset osaksi yhteiskunnallista

vastuunkantoa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yritykset ottavat huomioon toiminnastaan aiheutuvat negatiiviset seuraukset ympäristölle, ulkopuolisille ihmisille sekä yhteiskunnalle, ja kantavat tästä vastuun. (Liappis ym. 2019, 6-8.) Siinä missä negatiivisia seurauksia ja niiden vaikutuksia pyritään tunnistamaan, hallitsemaan ja vähentämään, pyritään positiivisia seurauksia kasvattamaan (Juutinen 2016, 26-28). Toiminnassa pyritään siis huomioimaan vaikutukset, jota liiketoiminnasta seuraa yhteiskunnalle ja ympäristölle.

## **2.1 Yritysvastuun osa-alueet**

Aihealueen kirjallisuudessa yritysvastuu luokitellaan tyypillisesti kolmeen eri ulottuvuuteen: taloudelliseen vastuuseen, ympäristövastuuseen ja sosiaaliseen vastuuseen (Liappis ym. 2019, 7-8). Rohweder (2004, 77) korostaa, että jokainen näistä yritysvastuun osa-alueista vaikuttaa toisiinsa. Taloudellinen vastuu luo pohjan yritystoiminnan kannattavuudelle, mikä toimii mahdollistajana sosiaaliselle- ja ympäristövastuulle. Sosiaalinen- ja ympäristövastuu taas vaikuttaa osaltaan taloudelliseen tuloksentekoon. Sen sijaan sijoituspiireissä yritysvastuun jaotteluksi on muodostunut luokittelu ESG (engl. Enviromental, Social, Governance), joka muodostuu ympäristöasioihin, sosiaalsiin asioihin sekä hallintotapa-asioihin liittyvistä osa-alueista (Finsif 2019; Nokkala, 2018).

### **2.1.1 Taloudellinen vastuu & hyvä hallintotapa**

Taloudellisella vastuulla tarkoitetaan yrityksen tuottamia taloudellisia vaikutuksia sen sidosryhmille sekä yhteiskunnalle (Kurittu 2018, 114). Niskalan, Tarna-Manin, Puroilan & Pajusen (2019, 21) mukaan taloudelliseen vastuun osa-alueeseen kuuluu kannattavan liiketoiminnan harjoittamisen lisäksi myös lisäarvon jakautuminen yrityksen sekä sen sidosryhmien kesken. Pitkällä aikavälillä kestävä yritystoiminnan ja arvon luomisen omistajille lisäksi taloudellisella vastuulla viitataan tapaan, jolla yritys taloudellista hyvinvointia luo (Harmaala & Jallinoja 2012, 18-19). Taloudellisen vastuun käsite on jakautunut yritysvastuun kirjallisuudessa kahdelle osa-alueelle. Yrityksistä puhuttaessa se käsitteään nimensä mukaisesti taloudellisena vastuuna, mutta sijoitusmaailmassa vastaavasta puhutaan hyvänä hallintotapana, joka tulee ESG:n määritelmästä (Liappis ym. 2019, 72-74). Tutkielmassa on taloudelliseen vastuuseen sisällytetty hyvä hallintotapa Liappiksen ym. (2019, 72) näkemyksen mukaisesti, sillä hyvä hallintotapa on olennainen osa yritysvastuuta ja sisältää pääosin samoja piirteitä kuin taloudellinen vastuu.



Taloudellisen vastuun välittömät vaikutukset sidosryhmille ilmenevät suorien rahavirtojen toteutuvien vaikutusten muodossa, kuten palkkojen maksuina työntekijöille, hankintoina tavarantoimittajilta sekä verojen maksuina yhteiskunnalle. Välillisiä vaikutuksia sen sijaan voidaan hahmottaa suuremmalla mittakaavalla, kuten yrityksen toimialan merkityksellä kansantalouden tasolla sekä työllistämisestä syntyvillä palkka- ja verotuloilla. (Niskala ym. 2019, 21.) Välillisiä vaikutuksia ilmenee myös hankintaketjun jäsenten työllisyyden ja tästä seuraavan hyvinvoinnin muutoksen muodossa toimialueella (Rohweder 2004, 97-98).

Hyvä hallintotapa tarkoittaa järjestelmää, jolla johdetaan ja valvotaan organisaation toimintaa (Teollisuusliitto 2019). Hallintotapa voidaan määrittää järjestelmäksi, joka hallinnoi ja hallitsee johdon, hallituksen, osakkeenomistajien sekä muiden sidosryhmien välisiä suhteita (Sahut, Peris-Ortiz & Teulon 2019). Kurittu (2018, 92-93) korostaa, että hyvällä hallintotavalla on olennainen rooli osana vastuullista yritystoimintaa. Liappis ym. (2019, 72-73) määrittävät hyvän hallinnon keskeisiksi osaluokiksi hallituksen riippumattomuuden ja moninaisuuden lisäksi johdon palkitsemisen, korruption ja lahjonnan vastaisen torjunnan sekä vastuullisen veronmaksun.

Yritystoiminnan edellytyksenä on taloudellinen kannattavuus, jota ilman yritys ei voi tuottaa taloudellista hyvinvointia yhteiskunnalle (Harmaala & Jallinoja 2012, 18-20). Yritysvastuuseen liittyviä toimia on toisinaan pidetty perimmäisen taloudellisen vastuun vastaisina, sillä tästä aiheutuu yrityksille kustannuksia. Taloudellisen vastuun näkökulmasta kannattavuus tulee kuitenkin ymmärtää lyhyen aikavälin voiton maksimoinnin sijaan tuoton ja yrityksen arvon kehittämisenä pitkällä tähtäimellä noudattaen yhteiskunnallisesti hyväksytyjä toimintatapoja silloinkin, kun lainsäädäntö ei tähän velvoita. Tähän tulokseen ohjaa myös hyvän hallintotavan noudattaminen, minkä takia taloudellinen vastuu ja hyvä hallintotapa on nähtävä kokonaisuutena. (Liappis ym. 2019, 72-73.)

### **2.1.2 Ympäristövastuu**

Ympäristövastuulla viitataan yrityksen pyrkimykseen toimia parhaalla tavalla ympäristön kannalta ja ottaa ympäristövaikutukset huomioon toiminnassaan. Ympäristövastuu ylittää päästöjen huomioimisesta koko tuotteen elinkaaren aikaisten ympäristövaikutusten huomioimiseen ja pienentämiseen. (Harmaala & Jallinoja 2012, 22-23.)

Välittömät vaikutukset ympäristönäkökulmasta puhuttaessa viittaavat yrityksen toiminnasta aiheutuviin suoriin ympäristövaikutuksiin, ympäristön riskienhallintaan sekä luonnonvarojen kestäväan

käyttöön. Tavoitteena tulee olla toiminnan valjastaminen siten, että raaka-aineita ja energiaa käytetään tarkoituksen mukaisesti minimoiden hävikit ja päästöt. Välillinen vastuu tässä ulottuvuudessa viittaa sen sijaan toimintojen ulkoistamisen yleistämisen vaikutuksiin, välittömän vaikutuspiirin ulkopuolelle jääviin luonnon monimuotoisuuden turvaamiseen sekä luonnonsuojeluun kohdistuviin hankkeisiin osallistumiseen. (Rohweder 2004, 99-100.) Ympäristövastuuseen sisältyy myös elinkaarirajattelu huomioiden tuotteen ympäristövaikutukset koko sen elinkaaren ajalta sekä yrityksen ja sen toimitusverkoston osalta (Liappis ym. 2019, 109-110).

### **2.1.3 Sosiaalinen vastuu**

Sosiaalisen vastuun ydin kiteytyy ihmisten huomioimiseen, arvostukseen sekä hyvään kohteluun. Sen perustana voidaan katsoa olevan yrityksen ihmisoikeusvastuu ja sen perusteella määräytyvä yrityksen vastuu ihmisistä. (Liappis ym. 2019, 128.) Kokonaisuudessaan tämän vastuun osa-alueet muodostuvat työntekijöiden oikeuksista, hyvinvoinnista ja huolehtimisesta, tuotevastuusta sekä vastuusta toimintaympäristöä kohtaan. Sosiaaliseen vastuuseen sisältyy myöskin kulttuurillinen kestävyys. (Rohweder 2004, 103-105.)

Sosiaalisen vastuun välittömät vaikutukset kohdistuvat pääosin henkilöstöön sekä tuotevastuuseen (Rohweder 2004, 103). Länsimaissa henkilöstöön liittyvien tekijöiden katsotaan sisältävän muun muassa henkilöstön työhyvinvoinnin ja työturvallisuuden sekä osaamisen edistämisen ja kehittämisen yli lainsäädännön ja työehtosopimusten painottavien velvoitteiden. Suuremmalla mittakaavalla vaikutusten voidaan myös katsoa kohdistuvan työllisyyteen. (Harmaala & Jallinoja 2012, 20.)

Välilliset vaikutukset sosiaalisessa vastuussa sen sijaan ilmenevät vastuuna toimintaympäristöä sekä kumppaniverkoston kohtaan. Toimintaympäristöön liittyvät vaikutukset viittaavat lähiympäristön tasolla asukkaisiin, paikallisiin yhteisöihin ja julkisen vallan tahoihin sekä globaalilla tasolla investointipäätösten vaikutuksena hyvinvoinnin kehittymiseen. (Harmaala & Jallinoja 2012, 20; Rohweder 2004, 103-104.) Kumppaneihin kohdistuva vastuu koskee toimintaympäristön jäseniä ja sillä viitataan yrityksen huolenpitoon esimerkiksi hankintaketjun osapuolten vastuullisuudesta, lahjonnasta kieltäytymisestä sekä hyvien toimintatapojen vaalimisesta (Rohweder 2004, 103-104; Liappis ym. 2019, 157-158).

## 2.2 Sidosryhmäajattelu ja viestintä

Yrityksen sidosryhmiä ovat yksilöt ja ryhmät, jotka voivat toimillaan vaikuttaa yritykseen tai, joihin yritys toiminnallaan vaikuttaa (Rohweder 2004, 206). Sidosryhmäajattelulla viitataan yrityksen tapaan hahmottaa yritystoiminta sisäisten ja ulkoisten sidosryhmien vuorovaikutussuhteiden ja näiden intressien kautta. Yritysten toiminta ja niiden yhteiskunnalliset vaikutukset ovat käytännössä vaikutuksia eri sidosryhmiin. Näiden vaikutusten ymmärtäminen ja hallinta vaatii yritykseltä jatkuvaa vuoropuhelua tärkeimpien sidosryhmien välillä. (Niskala ym. 2019, 86-89.) Näin toimimalla yritys kykenee myös ennakoimaan ja reagoimaan paremmin ympäristöä koskeviin taloudellisiin, yhteiskunnallisiin ja sääntelyyn liittyviin muutoksiin (Liappis ym. 2019, 28).

Yritysvastuun yksi osa-alue on kertoa sidosryhmille rehellisesti ja läpinäkyvästi yrityksen toiminnoista sekä kuunnella sidosryhmien odotuksia. Sidosryhmät ovat olleet perinteisesti kiinnostuneita yrityksen taloudellisesta tuloksesta, mutta kehityksen myötä nämä ovat alkaneet kiinnostua enenevässä määrin myös yritysvastuuseen liittyvistä asioista. (Rohweder 2004, 194-195.) Vastuullisuusraportointi on yksi yrityksen tavoista viestiä yritysvastuustaan sidosryhmilleen. Vastuullisuusraportoinnista on tullut olennainen osa yritysten viestintää ja raporttoimatta jättäminen koetaan pahimmillaan jopa maineelle haitallisena. (Silvola 2016). Vastuullisuusviestintä on tärkeä osa yritysvastuuta, mitä ilman monet yritysvastuun hyödyt jäävät saavuttamatta (Liappis ym. 2019, 222).

### 3. Yritysvastuuraportointi

Yritysvastuuraportoinnin tärkein tehtävä on välittää lukijalle olennaista informaatiota yritysvastuuseen liittyvistä asioista. Raportin perimmäinen tarkoitus on kasvattaa lukijan tietoisuutta siitä, miten yritys toimii, mitä yritys tavoittelee ja mitä yritys on saanut aikaan. (Kurittu 2018, 7.) Yritysvastuuraportointi vastaa moneen tarpeeseen yritysvastuun osalta. Parhaimmillaan raportointi auttaa vastuullisuustyön johtamisessa, ylläpitää sidosryhmien välistä vuorovaikutusta, informoi mahdollisuuksista ja riskeistä sekä kehittää yritysvastuulinformaation käsittelyä. (Liappis ym. 2019, 225-226.) Yritysvastuuraportoinnin tarkoituksena on kohdistaa raportoitava informaatio sen sisäisille ja ulkoisille sidosryhmille. Kocollari (2018) korostaa myös, että näiden tietojen välittäminen auttaa sidosryhmiä luomaan yleistä kuvaa yrityksestä ja muovaa yrityksen identiteettiä. Yritysvastuuraportoinnilla pyritään antamaan kattava kuva yrityksen vastuullisuustyöstä rehellistä ja avointa viestintätapaa hyödyntäen kertomalla onnistumisista, epäonnistumisista, heikkouksista ja vahvuuksista. Muita yritysvastuuraportointia ohjaavia periaatteita ovat rehellisyyden ja avoimuuden lisäksi olennaisuus, oikeellisuus sekä vertailukelpoisuus. (Liappis ym. 2019, 225-226.)

#### 3.1 Sääntely, ohjeistukset ja standardit

Vastuullisuusraporttien ja ei-taloudellisen informaation julkistaminen on ollut pitkään pääosalle yrityksistä täysin vapaaehtoista lukuun ottamatta tiettyjä ympäristöön ja henkilöstöön liittyviä raportointivaatimuksia. Tähän liittyen on Suomessakin tullut kirjanpitolakiin muutos, kun vuodesta 2017 alkaen astui voimaan EU:n tilinpäätösdirektiiviin perustuva velvoite ei-taloudellisen informaation raportoinnin osalta. Direktiivin mukaan suurten, yleisen edun kannalta merkittävien yhtiöiden on julkaistava toimintaansa liittyviä tietoja muun muassa ihmisoikeuksista, sosiaalisista asioista, työntekeistä, ympäristöasioista, lahjonnasta sekä korruption vastaisesta toiminnasta. (Niskala ym. 2019, 271-272.)

Suomessa lainsäädäntöön perustuvaa sääntelyä yritysvastuuraportoinnin osalta edustaa kirjanpitolain luku 3a. Kirjanpitolaissa raportointivelvoitteen alaisiksi luokitellaan suuret yleisen edun kannalta merkittävät yhtiöt, joita ovat listayhtiöt, luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt, joiden liikevaihto on yli 40 miljoonaa tai taseen summa 20 miljoonaa euroa, sekä henkilömäärä keskimäärin tilikauden aikana 500 henkeä (Työ- ja elinkeinoministeriö 2019). Selvityksen aihepiireinä ovat muun muassa ympäristöä koskevat-, sosiaaliset- ja henkilöstöasiat. Selvityksessä on kuvattava myös lyhyesti

yritysvastuuseen liittyvät tietyt seikat, jotka koskevat kirjanpitovelvollisen toimintaa (Liappis ym. 2019, 63-64). Kirjanpitovelvollinen saa selvitystä antaessaan noudattaa kansallisia, EU:n suosittamia tai kansainvälisiä raportointiviitekehyksiä, joita ovat muun muassa Global Reporting Initiativen raportointistandardit (GRI) ja YK:n Global Combact -aloite (Niskala ym. 2019, 284).

Suomessa raportointivelvoitteen piiriin kuuluu n. 100 yleisen edun kannalta merkittävää yhteisöä. Raportointivelvoitteen toteutustavassa sisältöineen, pituuksineen ja ulkomuotoineen on yritysten välillä eroja. Muiden kuin taloudellisten tietojen osalta raportointikäytäntö on vielä kehitysvaiheessa ja haasteena on muun muassa lakisääteisen raportoinnin yhdistäminen tehokkaasti muuhun aiempaan yritysvastuuraportointiin. (Niskala ym. 2019, 286.)

Yritysvastuun toteuttamiselle ja sen raportoinnille on kuluneiden vuosien aikana kehitetty lukuisia kansallisia ja kansainvälisiä ohjeistoja ja viitekehyksiä (Niskala ym. 2019, 108). Nämä ovat ohjanneet osaltaan yritysvastuun toteuttamisen ja yritysvastuuraportoinnin kehityssuuntaa. Näitä ohjeistoja ja viitekehyksiä ovat muun muassa YK:n Global Combact -aloite ja kestävän kehityksen tavoitteet, Financial Stability Boardin raportointisuositukset, Sustainability Accounting Standards Boardin kehittämät raportointistandardit, International Integrated Reporting Councilin kehittämä integroidun raportoinnin viitekehys sekä GRI:n luomat raportointistandardit, joita tutkielmassa on seuraavaksi lyhyesti käsitelty. Ohjeistojen tarkoituksena on ollut antaa käyttäjilleen hyödyllisiä näkökulmia ja työkaluja yritysvastuun ja yritysvastuuraportoinnin toteuttamiseen. DeSilva & Kumudini (2017) kuitenkin huomauttavat, että eri viitekehysten olemassaololla ongelmallista on se, etteivät ne tuota keskenään vertailukelpoista informaatiota, mikä luo haasteita yritysvastuulinformaation hyödynnettävyydelle.

### **3.1.1 YK:n Global Combact ja kestävän kehityksen tavoitteet**

Global Compact on YK:n vuonna 2000 julkaisema yritysvastuualoite, jonka tavoitteena on saada yritykset yhdessä YK -järjestelmän, kansalaisyhteiskunnan ja ammattiyhdistysliikkeen kanssa toimimaan sekä teollisuusmaissa että kehitysmaissa yhteiskunnallisesti, sosiaalisesti ja ympäristön kannalta kestävällä ja vastuullisella tavalla (Suomen Ulkoministeriö 2018). Aloitteen allekirjoittaneet yritykset sitoutuvat toiminnassaan ja strategiassaan 10:een yritysvastuuta koskevan periaatteen noudattamiseen. Global Combact antaa hyvän käsityksen siitä, mitä sisältyy yrityksen sosiaalisen vastuun ja ympäristövastuun ulottuvuuteen, mutta se ei kuitenkaan anna käytännön ohjeita yrityksille näihin aihealueisiin lähestymisestä. Aloitteen allekirjoittaneiden yritysten edellytetään raportoivan YK:lle

vuosittain sen kestävästä kehitystä koskevista hankkeista. (Rohweder 2004, 122-124.) Global Compact perustuu vapaaehtoisuuteen, eikä periaatteiden laiminlyönnille kuitenkaan liity varsinaista suoraa rankaisukäytäntöä (Niskala ym. 2019, 46). Tällä hetkellä aloitteen on allekirjoittanut hieman alle 10 000 yritystä (UN Global Compact, 2019).

YK on julkaissut myös muita aloitteita ja suuntaa antavia tavoitteita yrityksille tarkoituksenaan edistää yhteiskunnallista kehitystä. Toisena keskeisenä YK:n luomalla vastuullisuuden ohjenuorana toimii tällä hetkellä myös kestävä kehitys (engl. Sustainable development goals), josta jäsenmaat sopivat vuonna 2015. Tavoitteiden tarkoituksena on kääntää globaali kehitys suunnalle, jossa poistetaan äärimmäinen köyhyys kaikissa muodoissaan sekä turvataan ihmisten hyvinvointi ja ihmisoikeudet, taloudellinen vauraus ja yhteiskuntien vakaus ympäristön kannalta kestävällä tavalla. Näiden tavoitteiden on tarkoitus ohjata maailman kehityspanostuksia vuoteen 2030 asti. (Suomen YK-Liitto 2019.)

### **3.1.2 Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)**

TCFD on Financial Stability Boardin (FSB) vuonna 2017 antama suositus ilmastonmuutosta koskevien liiketoimintavaikutusten julkistamisesta osana yrityksen taloudellista raportointia. Raportointisuositus keskittyy ilmastonmuutoksen mahdollisuuksien ja riskien arviointiin sekä tätä koskevan informaation tuottamiseen. (Niskala ym. 2019, 110.) Suositusten tarkoituksena on auttaa yrityksiä havainnollistamaan, mitä informaatiota rahoitusmarkkinat haluavat ilmastonmuutokseen liittyvien tekijöiden osalta, ja rohkaisevat yrityksiä yhdenmukaistamaan yritysten tuottamaa informaatiota sijoittajien tarpeiden kanssa (TCFD 2019). TCFD:n suositukset ovat muodostaneet ymmärrystä siitä, kuinka ilmastonmuutoksen mahdollisuudet ja riskit tulee ottaa huomioon yhtiön taloudellisessa raportoinnissa (Liappis ym. 2019, 225-226).

### **3.1.3 Sustainability Accounting Standards Board (SASB)**

SASB on kehittänyt ja julkaissut toimialakohtaiset yritys vastuutietojen raportointistandardit, jotka pohjautuvat taloudelliseen olennaisuuteen. Toimialakohtaisia standardeja SASB on määritellyt jo 79:lle toimialalle. Raportointistandardien tarkoituksena on ensisijaisesti palvella sijoittajien informaatiotarpeita. Raportointistandardit antavat yrityksille ohjeistusta siitä, mikä on sijoittajien päätöksenteon kannalta olennaista yritys vastuulinformaatiota ja, miten tästä tulisi raportoida osana yritysten

taloudellista raportointia. (Niskala ym. 2019, 110.) Standardien tarkoituksena yhdistää sijoittajat ja yritykset kestävän kehityksen taloudellisten vaikutusten osalta (SASB 2019).

### **3.1.4 Integroidun raportoinnin viitekehys (IR)**

IR on kansainvälisen integroidun raportoinnin neuvoston (engl. International Integrated Reporting Council – IIRC) kehittämä integroituun raportointiin perustuva prosessi. Integroitu raportti on tiivistetty tiedonanto siitä, kuinka organisaation strategia, hallinto, suorituskyky ja tulevaisuudennäkymät ulkoisen ympäristön tarkastelukentässä johtavat arvon luomiseen lyhyellä, keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. (integratedreporting.org 2019.) Integroidun raportoinnin viitekehysten tavoitteena on antaa kuva yrityksen arvon luontiin vaikuttavista tekijöistä eri ajanjaksoilla. Viitekehys tarjoaa ajatusmallin arvon luonnin kuvaukseen, jonka avulla on mahdollista yhdistää yritys vastuutiedot yrityksen strategian ja liiketoimintamallin kanssa. Viitekehys ei kuitenkaan sisällä yksinkertaisia laskentaohjeita tunnusluvuille, vaan se perustuu laajempiin raportoinnin sisältöelementteihin yhdistäen eri raportointien tuottamaa informaatiota kokonaiskuvaksi. (Niskala ym. 2019, 109.)

### **3.1.5 GRI-Raportointistandardit**

GRI on 1997 perustettu itsenäinen yritys vastuuraportoinnin kehittämiseen keskittynyt kansainvälinen organisaatio. GRI-standardit on tarkoitettu kenen tahansa raportoijan käyttöön huolimatta raportoivan tahon koosta, yritysmuodosta, toimialasta tai maantieteellisestä sijainnista. GRI tarjoaa raportointiviitekehysten, jonka avulla raportoivat tahot voivat kommunikoida sidosryhmilleen toimintansa vaikutuksista yritys vastuun osa-alueisiin. (Global Reporting Initiative 2019a; Kurittu 2018, 9-10; Niskala ym. 2019, 118-119.) GRI:n tavoitteena on kehittää yhteinen ohjeisto ei-taloudellisen informaation raportointiin ja ohjata hyvän raportointikäytännön kehittymistä, ja näin parantaa muun muassa yritys vastuuraporttien vertailukelpoisuutta. (Kurittu 2018, 9-10; Niskala ym. 2019, 119-120.) GRI on myös saavuttanut kansainvälisistä viitekehyksistä suurimman suosion (Niskala ym. 2019, 108; Kurittu 2018, 9; Liappis ym. 2019, 202-203).

GRI-Standardien sisältö pohjautuu useisiin kansainvälisiin sopimuksiin. Esimerkiksi YK:n Global Compact -aloite tunnustaa GRI:n raportointitavaksi, jota hyödyntäen yritykset voivat osoittaa sitoutumisensa aloitteen periaatteisiin. GRI-standardin käyttöön viitataan myös eri maiden lainsäädännössä vastuullisuusraportointia koskien. Esimerkiksi EU:n direktiivissä ei-taloudellisen informaation raportoinnista GRI:tä suositellaan yhtenä raportointivaihtoehtona. (Niskala ym. 2019, 119-120.) GRI

on myös tietoisesti pyrkinyt jatkuvasti vahvistamaan asemaansa kansainvälisesti johtavana raportointiohjeistona. Kun markkinoille on tuotu uusia yritysvastuuraportointiin liittyviä ohjeistoja tai aloitteita, on GRI-ohjeiston liitteeksi julkaistu ohjeisto, kuinka raportointi kuhunkin aloitteeseen liittyen onnistuu GRI:n avulla. (Kurittu 2018, 11.)

GRI:n vuosien saatossa päivittämät raportointiohjeistot heijastelevat kyseisenä ajankohtana yritysvastuuraportoinnille tärkeinä pidettyjä näkökulmia. Ensimmäisen raportointiohjeistonsa GRI julkaisi vuonna 2000 ja seuraava versio, G2, julkaistiin jo vuonna 2002 (Global Reporting Initiative 2019b). Tällöin Kuritun (2018, 9) mukaan vastuullisuusraportoinnissa avainsanana oli avoimuus. Ajateltiin että mitä enemmän informaatiota julkistetaan sitä parempi. Kolmas versio, G3, julkaistiin vuonna 2006 jolloin korostettiin useiden sidosryhmien lähestymistapaa GRI:n toiminnan keskiössä (Global Reporting Initiative 2019b). Tämä versio toi selkeän muutoksen raportointitapaan, sillä siirryttiin raportoitavan informaation määrän arvostamisesta ajattelutapaan, jossa jokainen on vastuussa vain omasta toiminnastaan ja sen seurauksista. Samalla korostui myös olennaisuuden periaate yritysvastuuraportoinnissa. G4 -versio julkaistiin vuonna 2013, jolloin arvoketjuajattelu korostui yritysvastuuraportoinnissa. Tällöin yritysten odotettiin tunnistavan ja kuvaavan toiminnastaan syntyviä vaikutuksia koko arvoketjun tasolla. (Kurittu 2018, 10.) Viimeisin, tänäkin päivänä voimassa oleva päivitys raportointiohjeistolle tehtiin vuonna 2016. Tällöin GRI muutti raportointiohjeistonsa standardiksi ja se kantaakin nykyään nimeä GRI -raportointistandardit. Nämä standardit antavat kaikille organisaatioille puitteet raportoida olennaisista yritysvastuun osa-alueistaan ja sisältävät pääosin kaikki samat ohjeistot, jotka sisältyivät aiempaan, G4 -ohjeistoon. (Global Reporting Initiative 2019b; Kurittu 2018, 11; Niskala ym. 2019, 122.)

GRI -Raportointistandardien rakenne on luotu moduulirakennetta hyödyntäen aiempia ohjeistoja joustavammaksi, minkä avulla yksittäisiä standardeja on mahdollista päivittää tarpeen mukaan luomatta kuitenkaan täysin uutta kokonaisuutta (GRI Secretariat 2016; Niskala ym. 2019, 121). Tämän avulla varmistetaan, että standardit pysyvät ajankohtaisina tulevaisuudessa, eivätkä yritysten tekemät investoinnit GRI -standardien mukaiseen yritysvastuuraportointiin mene hukkaan (GRI Secretariat 2016). Moduulirakenteen myötä yritysten kynnyksen vastuullisuusraportoinnin toteuttamiselle, ja nimenomaan GRI:n mukaisen raportoinnin voidaan katsoa laskeneen, sillä muun muassa Kurittu (2018, 11-12) korostaa, että tämän ansiosta käyttäjien ei tarvitse opetella enää täysin uusia raportointiperiaatteita tai -tapoja. Tällä tavoin toimimalla GRI kykenee myös reagoimaan tehokkaammin yritysvastuukentässä tapahtuviin muutoksiin (Niskala 2019, 121). Kurittu (2018, 12) korostaa myös, etteivät



standardi nimityksestä huolimatta GRI -standardit ole kuitenkaan ulkopuolisen sertifioitava, vaan niiden tulee täyttää vain tietyt vaatimukset, jotka organisaation on kyettävä osoittamaan.

## 4. Osakemarkkinat

Seuraavassa osiossa käsitellään tutkielman kannalta olennainen osakemarkkinoita koskeva teoreettinen viitekehys. Osiossa huomio on kiinnitetty pääosin sijoittajien näkökulmaan rahoitusmarkkinoiden teoriasta, sillä sijoittajat toimivat osakemarkkinoilla päätöksentekijöinä. Osio alkaa markkinatehokkuudesta ja markkinoilla olevan informaation vaikutuksesta yritysten osakkeiden arvoon. Tämän jälkeen käsitellään osakemarkkinoihin vaikuttavien tekijöiden, tuotto-odotuksen ja riskin käsitteet. Osion päättää osakkeen arvonmäärittystä koskeva teoria. Tutkielmassa on keskitetty tarkastelun kohteeksi julkiset osakeyhtiöt, sillä julkisilla osakeyhtiöillä käydään kauppaa pörssissä, jonka perusteella niille määräytyy markkina-arvo, eli arvo, joka markkinoilla ollaan yrityksestä valmiita maksamaan (Ikäheimo, Laitinen, Laitinen & Puttonen 2014, 103; Niskanen & Niskanen 2013, 267). Osakemarkkinoiden näkyvin osa on pörssissä tehtävät kaupat, jossa sijoittajat harjoittavat vaihdantaa yritysten osakkeilla ja muilla rahoitusinstrumenteilla. Jokaisessa maassa kansallinen pörssi toimii myös tärkeänä informaation lähteenä yritysten taloudellisesta tilanteesta. (Knüpfer & Puttonen 2012, 56-57.)

### 4.1 Markkinatehokkuus

Markkinoiden tehokkuudella (engl. market efficiency) tarkoitetaan sitä, että kaikki olemassa oleva yritystä koskeva merkittävä informaatio yrityksestä näkyy osakkeiden hinnoissa. Tehokkailla markkinoilla uusi informaatio välittyy markkinoille välittömästi, ja osakkeiden hinnat reagoivat tähän uuteen informaatioon ilman viivettä ja oikein. Tällöin osakkeiden hinnat muuttuvat vain uuden informaation tullessa markkinoille, jota ei voida ennustaa etukäteen markkinoiden reaktionopeudesta johtuen, jolloin osakkeiden hinnat vaihtelevat satunnaiskulun mallin (engl. Random Walk) mukaisesti, ennustamattomasti. Markkinatehokkuus jaetaan tyypillisesti kolmeen tasoon, jotka ovat heikot-, puolivahvat-, sekä vahvat ehdot (Niskanen & Niskanen 2013, 37-39; Knüpfer & Puttonen 2012, 162-165; Bodie, Kane & Marcus 2014, 350-353.)

Heikosti tehokkailla markkinoilla osakkeiden hintoihin sisältyy kaikki informaatio osakkeiden historiallisesta kurssikehityksestä. Tällaisilla markkinoilla tekninen analyysi, eli menneiden tuottojen tarkastelu ja näiden perusteella tulevaisuuden hintakehityksen ennustaminen ei ole hyödyllistä. (Niskanen & Niskanen 2013, 39; Knüpfer & Puttonen 2012, 165; Bodie ym. 2014, 353-354.) Niskasen & Niskasen (2013, 39) mukaan kuitenkin esimerkiksi tilinpäätösanalyysin avulla heikkojen ehtojen valitessa voi olla mahdollista ennustaa tuottoja.

Puolivahvasti tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat heijastelevat historiallisen kurssikehityksen lisäksi kaiken julkisen informaation, kuten yritysten erilaiset julkistukset ja tilinpäätösinformaation. Tällöin fundamenttianalyysistä, eli julkisen talousinformaation analyysistä ei ole hyötyä osakkeen arvon ennustamiselle, sillä tämä informaatio on jo välittynyt osakkeen arvoon. (Niskanen & Niskanen 2013, 39; Knüpfer & Puttonen 2012, 165; Bodie ym. 2014, 354.)

Vahvasti tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat sisältävät kaiken informaation historiallisesta kurssikehityksestä, julkisen informaation sekä julkistamattoman-, sisäpiiri-informaation. Tällöin kaikki olemassa-oleva informaatio on sisältyy jo osakkeiden arvoihin, jolloin markkinoilla ei ole mahdollista menestyä informaation avulla markkinoiden keskimääräistä tuottoa paremmin. (Niskanen & Niskanen 2013, 39; Knüpfer & Puttonen 2012, 165; Bodie ym. 2014, 354.)

Kuten on havaittavissa tehokkaiden markkinoiden ehdoista, kaikille tasoille yhteistä on se, että osakkeiden hinnat heijastelevat saatavilla olevaa informaatiota (Bodie ym. 2014, 354). On selvää, ettei markkinoiden vahvat ehdot voi käytännössä milloinkaan täyttyä julkistamattoman informaation takia (Bodie ym. 2014, 354; Niskanen & Niskanen 2013, 39). Markkinoiden tehokkuudella ei kuitenkaan edellytetä, että hinnat heijastelisivat täydellisesti olemassa olevaa informaatiota, vaan tärkeää on se, että satunnaiskulku koskee myös osakkeen yli- ja aliarvostamista (Knüpfer & Puttonen 2012, 165-166). Tällä satunnaiskulun mallilla viitataan viimekädessä siihen, että markkinoilla oleva informaatio ohjaa osakkeiden hintojen määräytymistä, ja vain uusi informaatio markkinoilla vaikuttaa osakkeen arvon muutoksiin. Näin ollen osakkeiden arvot ovat teorian mukaisesti ennustamattomia. (Bodie ym. 2014, 350-351.) Tehokkailla markkinoilla osakkeiden satunnainen poimiminen tai indeksiin sijoittaminen on teoriassa paras strategia, sillä osakkeiden arvon muutoksia ei ole mahdollista ennustaa. Kuitenkin suuremman riskin sijoituksista on tuotto-odotuksenkin oltava suurempi (Knüpfer & Puttonen 2012, 166). Bodie ym. (2014, 380) mukaan markkinat ovat todellisuudessa yleisesti tehokkaat.

Tehokkaiden markkinoiden oletaman lisäksi on huomioitava, ettei informaatio jakaudu markkinoilla kaikille osapuolille tasaisesti. Informaation epäsymmetrialla tarkoitetaan sitä, että esimerkiksi osake-markkinoilla osakkeen myyjällä on usein enemmän tai erilaista informaatiota osakkeesta kuin ostajalla. Näin ollen ostajalla on pelko, että hän maksaa tuotteesta liikaa, minkä seurauksena kaupankäynnin tehokkuus heikkenee. Informaation epäsymmetria toimii markkinoiden tehokkuutta heikentävänä mekanismina, mikä saattaa ääritapauksessa lopettaa kaupankäynnin kokonaan. (Bodie ym. 2014, 311.) Erilaiset megatrendit, kuten vastuullisuus ja ilmastonmuutos lisäävät informaation

epäsymmetriaa markkinoilla. Vastuullisuuteen erikoistuneilla sijoittajilla on hallussaan muita enemmän informaatiota yritysvastuuseen liittyen, sillä he keskittyvät sijoitustoiminnassaan talouslukujen lisäksi yritysvastuulinformaation analysointiin. (Silvola & Landau 2019, 11-12.)

## 4.2 Tuotto ja riski

Kun sijoittajat pohtivat seuraavaa osakesijoitustaan, he pyrkivät pääsääntöisesti arvioimaan mistä osakkeesta heidän on mahdollista saada paras tuotto mahdollisimman alhaisella riskillä. Mikäli sijoittajalla on edessään kahden identtisen yrityksen osakkeita, jotka ovat saman hintaisia ja, joiden riskitaso on sama, mutta eroavat tuotto-odotukseltaan, valitsee sijoittaja pääsääntöisesti aina osakkeen, jonka tuotto-odotus on suurempi. Vaihtoehtoisesti, kun sijoittajalla on edessään vastaava tilanne, mutta riskitasot ovat poikkeavia toisistaan, valitsee sijoittaja pääsääntöisesti aina vähäriskisemmän osakkeen. On myös yleisesti todettu, että rahoitusmarkkinoilla tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä. Tällä viitataan siihen, että mitä suurempi on sijoituskohteen riskisyys, sitä suurempaa tuottoa sijoittajat kohteelta vaativat, jotta sijoittaisivat rahansa tähän kohteeseen (Knüpfer & Puttonen 2012, 131-132). Näin ollen sijoituskohteen riskisyys on sijoittajalle yhtä tärkeä tekijä kuin tuotto-odotuskin (Bodie ym. 2014, 117).

Sijoittajien tuottovaatimus muodostuu riskittömän koron ja riskipreemion summana. Riskitöntä korkoa verrataan yleisesti valtion joukkovelkakirjojen korkoon, sillä näitä pidetään todella matalariskisinä sijoituskohteina. Jäljelle jäävä osuus tuottovaatimuksesta, riskipreemio sen sijaan koostuu yrityskohtaisesta riskistä. (Bodie ym. 2014, 129; Knüpfer & Puttonen 2012, 76-78.) Osakkeen tuotto-odotusta laskettaessa arvioidaan eri tulevaisuuden tiloille tuottoja sekä todennäköisyyksiä kyseisen tilan toteutumiselle. Odotetut tuotot kerrotaan kyseisen tulevaisuuden tilan todennäköisyydellä ja nämä skenaariot laskemalla yhteen saadaan summaksi osakkeen tuotto-odotus. (Kaava 1.)

$$(1) \quad E(r) = \sum_s p(s)r(s)$$

jossa,

$E(r)$  = Odotettu tuotto

$p(s)$  = Tapahtuman  $s$  toteutumisen todennäköisyys

$r(s)$  = Tuotto tapahtuman  $s$  toteutuessa (Bodie ym. 2014, 128-129.)

Riskillä tarkoitetaan tietyn tapahtuman toteutumisen epävarmuutta ja tähän liittyy vahvasti myös odotukset tapahtumaa kohtaan (Juvonen, Koskensyrjä, Kuhanen, Ojala, Pentti, Porvari & Talala 2014, 8-10). Riskillä ei tarkoiteta kuitenkaan vain negatiivista tapahtumaa. Erityisesti rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta ajateltuna voidaan puhua poikkeamasta odotusarvossa. Sillä sijoituskohteen tuotto-odotusta verrataan sijoituskohteen riskisyyteen, ovat sijoittajat kiinnostuneita sijoituskohteen tuottojen poikkeamista sen tuotto-odotuksen ympärillä (Bodie ym. 2014, 132-133). Näin ollen riskin mitana käytetään yleisesti volatiliiteettia, joka kuvastaa prosenttilukuna tuoton keskihajontaa. Volatiliiteetti, eli tuoton keskihajonta lasketaan tuoton varianssista seuraavasti (Kaava 2 & Kaava 3.)

$$(2) \quad \sigma^2 = \sum_s p(s)[r(s) - E(r)]^2$$

*jossa,*

$\sigma^2$  = Tuoton varianssi

$p(s)$  = Tapahtuman  $s$  toteutumisen todennäköisyys

$r(s)$  = Odotettu tuotto tapahtuman  $s$  toteutuessa

$E(r)$  = Odotettu tuotto (Bodie ym. 2014, 132-133.)

$$(3) \quad \sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

*Jossa,*

$\sigma$  = Tuoton keskihajonta

$\sigma^2$  = Tuoton varianssi (Bodie ym. 2014, 132-133.)

Volatiliiteetillä saadaan laskettua sijoituskohteen kokonaisriski. Kokonaisuudessaan riski muodostuu systemaattisesta ja epäsystemaattisesta riskistä. Epäsystemaattinen osa riskistä muodostuu yrityskoh-  
taisista tekijöistä, joilla ei ole vaikutusta toisten osakkeiden tuottoihin ja on hajauttamisen avulla eli-  
minoitavissa sijoittajan osakesalkusta. Hajauttamisella tarkoitetaan, että hankitaan osakesalkkuun  
useita eri osakkeita, jolloin epäsystemaattinen riski osakesalkussa heikkenee ja parhaassa tapauksessa  
katoaa. Hajauttamisen seurauksena jäljelle jäävä systemaattinen riski kohdistuu kaikkiin osakkeisiin  
markkinoilla yhtäaikaaisesti, eikä näin ollen ole hajauttamisen avulla poistettavissa. (Bodie ym. 2014,  
206-207; Knüpfer & Puttonen 2012, 144-146.) Hyvin hajautettu osakesalkku sisältää siis vain syste-  
maattista riskiä, mistä johtuen sijoittajien kiinnostuksen kohteena on pääosin vain systemaattinen osa

riskistä (Knüpfer & Puttonen 2012, 144). Systemaattisen riskin ja optimaalisen tuotto-odotuksen arvioimiselle on olemassa erilaisia kaavoja kuten esimerkiksi Beta -kerroin ja Capital Asset Pricing -Malli.

Sijoittajien voidaan sanoa olevan yleisesti riskiä välttäviä (Bodie ym. 2014, 170). Tosin rahoitusmarkkinoilla tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä. Mikäli sijoittaja haluaa siis tavoitella suurempia tuottoja, on tämän otettava myös enemmän riskiä kantaakseen. Alhaisen riskin kohteet tuovat sijoittajille myös alhaiset tuotot, kun taas suurempaa tuottoa tavoitellessa on myös mahdolliset tappiot suuremmat. (Bodie ym. 2014, 993.)

Markkinoilla on olemassa useita eri tyyppisiä riskejä, joille yritys ja omistuksen myötä myös sijoittaja osakemarkkinoilla toimiessaan altistuu. Riskienhallinnassa on perinteisesti huomio keskittynyt yrityksen toimintaympäristössä piilevien riskien arviointiin. Yritysvastuun näkökulmasta sen sijaan huomio kiinnittyy yrityksen toiminnan vaikutuksiin ja siitä seuraaviin riskeihin sidosryhmille, ympäristölle sekä yhteiskunnalle. Toimimalla vastuullisesti yritys kykenee samalla havainnoimaan ja hallitsemaan toimintaan kohdistuvia vastuullisuuteen liittyviä riskejä kuten raaka-aineiden saatavuuden hankaloitumista ja hinnanvaihteluita sekä erinäisiä skandaaleja. (Liappis ym. 2019, 25-27.)

Vastuullisuusriskeihin liittyy vahvasti maineriskit ja näiden hallinta. Maineen merkitys yrityksille on kasvanut globalisaation ja median vallan kasvun myötä (Harmaala & Jallinoja 2012, 96-98). Maineriskien hallitsemiseksi yrityksen on oltava tietoisia sidosryhmien odotuksista ja näkemyksistä, jotka yritykseen kohdistuvat (Koipijärvi & Kuvaja 2017). Vastuullisuusriskien toteutumisen negatiiviset vaikutukset voivat vaikuttaa yrityksen maineeseen, osakekurssiin, liiketoimintamahdollisuuksiin, sekä taloudelliseen tuottoon (Liappis ym. 2019, 27; Silvola & Landau 2019, 75). Liappiksen ym. (2019, 27) mukaan hyvämaineinen yritys kestää myös yritykseen kohdistuvat negatiiviset uutiset huonomaineista paremmin. Osakemarkkinoilla tutkielman kannalta muita olennaisia riskejä ovat likviditeettiriski sekä poliittiset riskit ja yhteiskunnalliset riskit.

Likviditeetillä tarkoitetaan sijoituskohteen vaihdettavuuden nopeutta ja helppoutta. Likviditeettiä pidetään myös yhtenä tärkeänä osakkeen hinnan ja odotetun tuoton määrittäjänä. Osa likviditeetistä muodostuu osakkeen transaktiokustannuksista. Toinen osa on hintavaikutus, jolla viitataan negatiiviseen hinnanmuutokseen sijoittajan yrittäessä toteuttaa suurempaa kauppaa. Kolmas likviditeettiin vaikuttava osa on välttämättömyys (engl. immediacy), joka tarkoittaa sitä, että sijoittajan on mahdollista myydä omistuksensa nopeasti ilman, että joutuu luopumaan siitä reilusti alle markkinahinnan.

(Bodie ym. 2014, 310.) Likviditeettiriskillä tarkoitetaan siis sijoituskohteen vaihdettavuuden vaikeutumista. Sijoittajille likviditeetti on tärkeä ominaisuus, sillä tietäessään että sijoittaja voi myydä omistuksensa nopeasti tarpeen vaatiessa, on sijoitus turvallisempi omistaa.

Poliittisilla riskeillä osakemarkkinoilla viitataan maakohtaisiin riskeihin, joiden vaikutukset markkinoihin ja talouteen ovat sijoittamisen kansainvälistymisen myötä levinneet maailmanlaajuisiksi (Bodie ym. 2014, 891-895). Poliittisilla riskejä ovat muun muassa kansainvälisesti merkittävät tapahtumat, joilla on merkittävä vaikutus myös talouteen (Bodie ym. 2014, 558-559). Näitä ovat olleet esimerkiksi viime vuosien aikana Kreikan talouden romahtaminen sekä Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota.

Yhteiskunnallisilla riskeillä viitataan poliittisten riskien tavoin maailmanlaajuisiin tapahtumiin, mutta nämä eivät koske vain taloutta. Jotkut yritykset ja toimialat, kuten esimerkiksi lentoyhtiöt, ovat huomattavasti myös alttiimpia yhteiskunnallisille riskeille. (Bodie ym. 2014, 993.)

### **4.3 Osakkeen arvonmääritys**

Osakkeen arvoa määritettäessä lähtökohtana on, että sijoittajille vain niillä kassavirroilla on merkitystä, jotka he saavat itselleen tuottoina yritykseen sijoittamalla. Tässä keskeistä sijoittajalle on, kuinka paljon, milloin ja millainen riski rahan saamiseen kohdistuu. (Ikäheimo ym. 2014, 52-53.)

Yritysten arvonmääritysmallien avulla sijoittajat pyrkivät arvioimaan yrityksen arvostusta markkinoilla ja yrityksen tulevaisuudennäkymiä, sijoituspäätöstensä tueksi (Ikäheimo ym. 2014, 52-53). Eri-laiset arvonmääritysmallit pohjautuvat useimmiten yrityksestä saataviin kassavirtoihin sekä yrityksen tuloksentekokykyyn, jotka ovat osakeyhtiöillä julkista informaatiota. Sijoittajille keskeistä on siis osakkeesta saatavat kassavirrat, joita ovat osingot sekä muut voitonjakoerät. Yleisesti osakkeen arvonmääritysmallit perustuvat osakkeesta saataviin odotettuihin kassavirtoihin. (Ikäheimo ym. 2014, 52-53; Niskanen & Niskanen 2013, 156-158; Knüpfer & Puttonen 2012, 90-92.) Muita arvonmääritysmalleja ovat muun muassa tuottooperusteiset- sekä lisäarvoperusteiset arvonmääritysmallit (Ikäheimo ym. 2014, 52-53).

Osakkeen arvo voidaan määrittää diskonttolaskentaa hyödyntäen siirtämällä tulevaisuuden odotetut osingot nykyhetkeen, jolloin saadaan laskettua sijoittajien osakkeesta saamien kassavirtojen nykyarvo. Laskelmissa huomioidaan myös sijoituskohteesta saatava myyntivoitto. (Kaava 4.)

$$(4) \quad V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r)^n}$$

*Jossa,*

$V_0$  = Osakkeen arvo laskemishetkellä

$D_t$  = Osakkeen tuottamat kassavirrat ajanhetkellä  $t$

$r$  = sijoittajien tuottovaatimus

$P_n$  = Osakkeen markkinahinta myyntihetkellä  $n$  (Bodie ym. 2014, 595.)

Sijoittajien tuottovaatimus heijastelee tuottovaatimuksen ja riskin suhdetta yrityksen osakkeelle (Bodie ym. 2014, 594). Haasteelliseksi osakkeen arvonmäärittämisen ja sen arvioimisen onko osake yli- tai aliarvostettu markkinoilla, tekee se, että tuotto-odotuksen ja riskin määrittämiseen ei ole täydellistä mallia, vaan sitä voidaan arvioida vain ennusteina toteutuneiden lukujen valossa. Tämä koskee myös osakkeen arvonmäärittäystä. Ennusteiden ollessa jo valmiiksi hataralla pohjalla, ennusteiden luotettavuus heikkenee sitä enemmän, mitä pidemmälle aikavälille sijoitusta arvioidaan. (Bodie ym. 2014, 117, 595.)



## 5. Kirjallisuuskatsaus

Tutkielman kirjallisuuskatsauksessa käsitellään ensimmäisenä tutkimusmenetelmä ja tutkielman keskeiset rajaukset. Tämän jälkeen esitellään tutkimusaineisto, jonka pohjalta kirjallisuuskatsaus on muodostettu. Tutkimusaineiston esittelystä siirrytään kirjallisuuskatsauksen ensimmäiseen osioon, jossa käydään läpi yritysvastuuraportoinnin ja markkina-arvon välisen yhteyden ilmentymistä. Tämän jälkeen käsitellään yritysvastuuraportointiin vaikuttavia ominaisuuksia, josta on siirrytty käsittelemään poikkeavuuksia yritys vastuun osa-alueiden vaikutuksien välillä markkina-arvoon nähden. Lopuksi käsitellään informaation epäsymmetriaa ja yritys vastuulinformaation epäsymmetristä vaikutusta markkinoihin. kirjallisuuskatsauksen päättää yritys vastuun uutisten vaikutus markkina-arvoon.

### 5.1 Tutkimusmenetelmä, rajaukset ja tutkimusaineisto

Aineiston keruu ja analysointi on toteutettu systemaattisen kirjallisuuskatsauksen mukaisesti, missä on koottu yhteen aihealueen aiempia tutkimuksia ja näiden tuloksia on analysoitu tutkimuskysymysten näkökulmasta. Aineistonkeruussa on hyödynnetty Finkin mallia, jakamalla prosessi seitsemään vaiheeseen. Finkin systemaattisen kirjallisuuskatsauksen mallin ensimmäisissä vaiheissa asetetaan itse tutkimuskysymys, määritellään kirjallisuus- ja tietokannat sekä hakusanat, joilla informaatiota haetaan. Neljännessä vaiheessa hakutuloksille ja poimituille tutkimuksille määritetään käytännöllisemmät rajaukset, kuten esimerkiksi kieli, ajanjakso ja sisältö. Viidennessä vaiheessa arvioidaan jäljelle jäävien tulosten laatua. Kuudennessa vaiheessa toteutetaan kirjallisuuskatsaus ja lopuksi raportoidaan löydökset sekä tutkimuksen tulokset. (Fink 2005, 3-5.)

Kirjallisuuskatsauksen aineisto koostuu 15:sta tutkimuksesta, joiden julkaisuvuosi on ollut 2017 tai uudempi. Aineistonkeruuseen hyödynnetyt hakusanat eri yhdistelmin ovat ”ESG disclosure”, ”CSR disclosure”, ”CSR”, ”Firm value”, ”Firm valuation”, ”Market value”, ”Market valuation” ja aineiston keruuseen on käytetty pääosin Tampereen yliopiston hakupalvelinta, Andoria. Tutkielmassa on rajattu kehitysmaat tarkastelun ulkopuolelle, mutta muuten huomiota ei ole kiinnitetty tutkittavan ilmiön osalta maantieteellisiin eroihin, vaan on keskitytty tämän hetken tuoreimpien tutkimustulosten suuntautumiseen. Aineisto on pyritty muodostamaan aihealuetta käsittelevien akateemisten lehtien artikkeleista, kuten Business Strategy and the Environment- sekä Corporate Social Responsibility and Environmental management -lehdistä. Aineiston keruuseen asetettu ajallinen raja tutkimusten suhteen on kuitenkin vaikuttanut osaltaan huomattavasti aineiston laajuuteen, jolloin kaikki artikkelit eivät ole julkaistu näissä tai vastaavissa akateemisista lehdissä. Lähes kaikkien tutkimusten osalta on

hyödynnetty Bloombergin yritys vastuupisteystystä (engl. Bloomberg's ESG disclosure score) yritys vastuun ja yritys vastuulinformaation mittareiden määrittämiseksi. Bloombergin yritys vastuupisteystys koostuu yritysten vuosikertomuksista, kestävästä kehitystä koskevista raporteista, lehdistötiedotteista sekä kolmansien osapuolien keräämästä informaatiosta (FrameworkESG, 2016).

Tutkielmassa termi ”CSR Disclosure” on pääsääntöisesti suomennettu ”yritysvastuuraportoinniksi”, ja toisinaan on käytetty tarkennuksena asiayhteydessään termiä ”yritysvastuulinformaation julkistaminen”, johtuen Bloombergin yritys vastuupisteystyksen luonteesta. Aineiston tutkimuksissa on vertailtavina muuttujina yritysvastuuraportointi ja yrityksen markkina-arvo. Näin ollen tutkimuksissa on sivuutettu teoriaosuudessa esitetyn yritys vastuun määritelmän mukainen taloudellisen vastuun osa-alue, ja se on korvattu osakemarkkinoilla käytetyn ESG:n määritelmän mukaisesti hallintotavalla. Tutkielman aineisto on koottu taulukkoon 1.

Taulukko 1. Kirjallisuuskatsauksen tutkimusaineisto ja raportoinnin yhteys markkina-arvoon.

TUTKIJAT	YRITYSTEN MÄÄRÄ	AIKAVÄLI	YRITYSVASTUUN AINEISTO	TUTKIMUKSEN KOhteena	RAPORTOINNIN YHTEYS MARKKINA- ARVOON
BROOKS & OIKONOMOU (2018)	Yritysvastuun kirjallisuus	1972 - 2017	-	Yritysvastuuraportointi – Yrityksen arvo	Positiivinen yhteys
LI, GONG, ZHANG & KOH (2018)	367 yritystä	2004 - 2013	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi ja toimitusjohtajan rooli – Yrityksen arvo	Positiivinen yhteys
FATEMI, GLAUM & KAISER (2018)	1640 yritystä	2006 – 2011	Bloombergin yritysvastuupisteitys ja KLD:n tietokanta	Yritysvastuuraportointi – Yrityksen arvo	Positiivinen yhteys, luonteeltaan hillitsevä
YU, GUO & LUU (2018)	1996 yritystä	2012 – 2016	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi – Yrityksen arvo	Positiivinen, epälineaarinen yhteys
JUN, WATARU, MICHIIYUKI, HIDE-MICHI & SHUN-SUKE (2018)	6631 yritystä	2015	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi – Yrityksen suorituskyky	Positiivinen yhteys keskimääräisellä raportoinnin määrällä
TAMIMI & SEBASTIANELLI (2017)	S&P 500 suuret ja keskisuuret yritykset	-	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportoinnin läpinäkyvyys	Läpinäkyvyys vahvinta hallintotapa-asioissa, heikointa ympäristövastuussa
MINUTOLO, KRISTJANPOLLER & STAKELEY (2019)	465 yritystä	2009 - 2015	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi – Taloudellinen-, operationaalinen- ja markkinaperformanssi	Positiivinen yhteys
BUALLAY, A. (2019)	235 listattua pankkia	2007 – 2016	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi – Taloudellinen-, operationaalinen- ja markkinaperformanssi	Positiivinen yhteys, vain ympäristövastuun ja hallintotapa-asioiden osalta
TAYLOR, VITHAYATHIL & YIM (2018)	432 yritystä	2009 – 2014	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi – Yrityksen arvo	Lievä positiivinen yhteys, vain sosiaalisen vastuun osalta
CAPELLE-BLANCARD & PETIT (2017)	100 yritystä	2002 – 2010	Covalence Ethical Quote:n uutistietokanta	Yritysvastuu-uutiset – osakemarkkinoiden reaktiot	Vaikutus negatiivisia markkinareaktioita lieventävä
HUMMEL, MITTELBACH-HOERMANSER, RAMMERSTORFER & WEINMAYER (2019)	618 yritystä	2011 – 2014	REPRisk:in event data	Yritysvastuu-uutiset – osakemarkkinoiden reaktiot	Vaikutus negatiivisia markkinareaktioita vahvistava
EGGINTON & MC BRAYER (2019)	3511 yritystä	2006 – 2015	Bloombergin yritysvastuupisteitys	Yritysvastuuraportointi ja raportointistrategia – likviditeetti	Positiivinen yhteys likviditeettiin nähden
DE VILLIERS, MA & MARQUES (2019)	366 yritystä	2007 – 2013	Bloombergin yritysvastuupisteitys ja GRI informaatio	Yritysvastuuraportointi – yrityksen arvo ja osinko	Positiivinen, epäsuora yhteys, ilmenee osingonmaksun kautta
GUTSCHE, SCHULZ & GRATWOHL (2017)	500 yritystä	2011 - 2014	Bloombergin yritysvastuupisteitys ja Thomson Reuters:in ASSET4 tietokanta	Yritysvastuu ja yritysvastuuraportointi – yrityksen arvo	Positiivinen yhteys, vahvempi kuin yritysvastuun toteuttamisen ja markkina-arvon välillä
MERVELSKEMPER & STREIT (2017)	217 yritystä	2010 - 2014	Thomson Reuters:in ASSET4 tietokanta ja GRI informaatio	Yritysvastuuraportoinnin strategiat – sijoittajien arvostus	Positiivinen yhteys, integroitu raportointi tehokkaampi

Kaikkien tutkimusten mukaan yritysvastuulinformaatiolla on lähtökohtaisesti positiivinen yhteys yrityksen markkina-arvoon (Taulukko 1). On kuitenkin havaittavissa, että tutkimukset ovat hajautuneet moniin eri suuntiin ja näkökulmiin yritys vastuun aihealueella. Yritys vastuuraportoinnin ja markkina-arvon välistä yhteyttä on tutkimuksissa lähestytty eri näkökulmista. Positiiviselle yhteydelle on havaittu selittäväksi tekijäksi eri mekanismeja joiden kautta yritys vastuuraportoinnin ja markkina-arvon positiivinen yhteys toteutuu. Esimerkiksi DeVilliersin, Man & Marquesin (2019) mukaan yritys vastuuraportoinnin ja markkina-arvon välillä on epäsuora positiivinen yhteys, joka toteutuu osingonmaksun kautta. Jun, Wataru, Michiyuki, Hidemichi & Sunshuke (2018) sen sijaan havaitsevat, että positiivisen yhteyden vahvuuteen vaikuttaa julkistettavan yritys vastuulinformaation määrä. Yu, Guo & Luu (2018) havaitsevat taas, että yritys vastuulinformaation julkistamisesta aiheutuvat kustannukset ovat keskimääräiselle pörssiyhtiölle pienemmät kuin siitä saatavat hyödyt ja, että yritys vastuuraportoinnin parantaminen laskee informaation epäsymmetriaa ja agenttikustannuksia markkinoilla. Mervelskemperin & Streitin (2017) mukaan yritys vastuulinformaatio on arvostettu vahvemmin rahoitusmarkkinoilla yritysten raportoidessa tästä, huolimatta siitä onko raportti integroitu vai ei. Minkä tahansa tyyppisen raportin julkistaminen vaikuttaa heidän mukaan auttavan sijoittajia arvottamaan yritys vastuulinformaatio haluttuun, positiiviseen suuntaan. Kuitenkin he havaitsevat, että integroitu raportti on itsenäistä raporttia parempi käynnistämään markkinoiden reaktion arvostaa yritys vastuulinformaatiota. (Taulukko 1.)

## **5.2 Yritys vastuuraportoinnin ja markkina-arvon välisen yhteyden ilmentyminen**

Mervelskemperin & Streitin (2017) mukaan yritys vastuuraportointi parantaa markkinoiden kykyä arvottaa yritys vastuulinformaatio haluttuun, positiiviseen suuntaan. Egginton & McBrayer (2019) havaitsevat, että yritys vastuulinformaation läpinäkyvyys pienentää informaation epäsymmetriaa ja läpinäkyvyyden parantuessa osakemarkkinoiden likviditeetti paranee. DeVilliers ym. (2019) nostavat esille taas markkinoiden odotukset yritys vastuulinformaatiota kohtaan. Heidän mukaansa yritys vastuulinformaatiota julkaisevat yritykset, joilta tätä ei odoteta markkinoilla paljoa, maksavat korkeampaa osinkoa, jolloin epäsuora vaikutus yritys vastuun ja markkina-arvon välillä toteutuu. Egginton & McBrayer (2019) ovat samaa mieltä vaikutuksen vahvuudesta osakkeen likviditeettiin nähden. Heidän mukaan yritys vastuulinformaation vaikutus likviditeettiin nähden on suhteellisesti vahvempi yrityksillä, joita analyytikot eivät niin paljoa seuraa, mutta silti tuottavat läpinäkyvää ja avointa yritys vastuulinformaatiota. Niiden vaihdettavuuden voidaan katsoa olevan lähtökohtaisesti alhaisempi, sillä kyseiset yritykset eivät ole niin tehokkaasti markkinoilla arvostettuja analyytikkojen seurannan puutteesta johtuen, jolloin itse suhteellinen vaikutus on siis korkeampi.

### 5.3 Yritysvastuuraportointiin vaikuttavat ominaisuudet

Tutkimuksissa on käsitelty myös millaisilla yrityksillä yritysvastuulinformaation vaikutus markkina-arvoon nähden on vahvempi ja millaiset yritykset yleisesti havaitaan raportoivan yritysvastuulinformaatiota avoimemmin. Taylorin, Vithayathilin & Yimin (2018) mukaan tähän yritysvastuulinformaation julkistamisen ja markkina-arvon yhteyden vahvuuteen vaikuttaa se, kuinka asiakaslähtöisesti ja lähellä asiakasrajapintaa yritys toimii. Yu ym. (2018) havaitsivat, että yritykset joilla on vähemmän sisäpiiriomistuksia, alhaisempi prosenttiosuus institutionaalisia sijoittajia, parempi likviditeetti sekä korkeampi tutkimus ja kehitystoiminnan intensiteetti, ovat yritysvastuulinformaation suhteen avoimempia. Tamimi & Sebastianelli (2017) löysivät sen sijaan hallintotapaan liittyviä tekijöitä, jotka ovat yhteydessä yritysvastuulinformaation avoimuuteen. Heidän mukaan yrityksillä, joilla on suurempi hallitus ja sen sukupuolijakauma sekä toimitusjohtajalla on kaksinainen rooli osana hallitusta, ovat avoimempia yritysvastuulinformaation suhteen. Li, Gong, Zhang & Koh (2018) sekä Tamimi & Sebastianelli (2017) korostavat tutkimuksissaan, että yritysvastuulinformaatio on myös kattavampaa yrityksillä, joilla johtajan palkitseminen on liitetty yritysvastuuseen. Li ym. (2018) päättelevät tälle syyksi sen, että sidosryhmät pitävät toimitusjohtajan palkitsemista merkinä paremmasta sitoutumisesta yritysvastuun toteuttamiselle. Yrityksen koko on myös yksi vaikuttava tekijä yritysvastuulinformaation julkistamiselle. On havaittavissa että suuret yritykset julkistavat yritysvastuulinformaatiota avoimemmin (Minutolo, Kristjanpoller & Stakeley 2019; Tamimi & Sebastianelli 2017; Yu ym. 2018.) Yu ym. (2018) toteavat myös, että yritysvastuulinformaatiota voidaan parantaa vain yhteistyöllä yhdessä yritysten, pörssien, lainsäätäjien, sijoittajien ja yritysvastuuraportointiorganisaatioiden, kuten SASB:in ja GRI:in kanssa, joten yritysten sidosryhmälähtöisyyden voidaan katsoa olevan ratkaisevassa roolissa yritysvastuulinformaation avoimuuden kanssa.

Vaikka positiivinen yhteys on havaittavissa yritysvastuuraportoinnin ja yrityksen markkina-arvon välillä, ei kuitenkaan ole kannattavaa aina ja kaikissa tapauksissa, että yritykset pyrkisivät panostamaan yritysvastuulinformaation tuottamiseen. Yritysten ollessa pieniä, on niiden mahdollisesti kannattavampaa keskittyä enemmän tuloihin kuin itse raportointiin. Kun yritykset ovat taas kasvaneet suuremmiksi, voi olla kannattavampaa tulojen sijaan antaa enemmän painoarvoa itse yritysvastuuraportointiin. (Minutolo ym. 2019.) Markkinoille tuotettavaa yritysvastuulinformaatiota ei ole myöskään kannattavaa välttämättä pyrkiä maksimoimaan tai minimoimaan, sillä Jun ym. (2018) havaitsivat tutkimuksessaan, että yritysvastuuraportoinnin ja markkina-arvon välinen yhteys on positiivinen vain keskimääräisellä yritysvastuulinformaation julkistustasolla. Tällä keskimääräisellä tasolla viitataan yritysten keskimääräiseen markkinoille julkistamaan yritysvastuulinformaation määrään.

Keskimääräistä tasoa matalammalla tai korkeammalla julkistustasolla havaitsivat Jun ym. (2018) negatiivisen yhteyden markkina-arvoon nähden. Poikkeuksena kuitenkin he havaitsivat, että ympäristövastuun osalta pienikin määrä vaikuttaa markkina-arvoon positiivisesti. Syyksi alhaisella raportointitasolla negatiiviselle yhteydelle he päättelivät olevan informaation epäsymmetria, jonka myötä yritys päätyy rationaalisilla markkinoilla epäedulliseen asemaan. Korkealla raportointitasolla heidän näkemyksensä sen sijaan on, että yritysvastuu ja -raportointi aiheuttaa liikaa kustannuksia, rajoittaa yritystoimintaa ja tämän seurauksena myös heikentää kustannustehokkuutta, minkä seurauksena yritys-vastuuraportoinnin ja markkina-arvon välinen yhteys muodostuu negatiiviseksi.

Tamimi & Sebastianelli (2017) havaitsivat tutkimuksessaan yritysten välillä olevan myös eroja julkaistavan informaation määrässä yritys vastuun osa-alueiden suhteen. Heidän mukaan yritykset ovat avoimimpia raportoitavan informaation osalta hallintotapa-asioihin liittyvässä raportoinnissa, ja vähiten avoimia ympäristövastuun raportoinnissa. Heidän mukaan alle 50% yrityksistä raportoi toimistaan lapsityövoiman käytön, lahjonnan vastaisen toiminnan ja työntekijöiden oikeuden osalta tai al-lekirjoittaneensa YK:n Global Compact sopimuksen.

## **5.4 Poikkeavuudet yritys vastuun osa-alueiden vaikutuksissa markkina-arvoon nähden**

Osassa tutkimuksista keskityttiin tarkemmin yritys vastuun osa-alueiden suhteeseen markkina-arvolle. Aineistossa on otettu huomioon sijoittajanäkökulma, sillä tarkastelun kohteena on osakemarkkinat. Näin ollen yritys vastuun tarkastelussa on käytetty jo aiemmin mainittua sijoittajien keskuudessa yritys vastuulle vakiintuneempaa termiä, ESG (engl. Environmental, Social, Governance). Näin ollen taloudellisen vastuun sijaan puhutaan hallintotapa-asioista kolmantena yritys vastuun ulottuvuutena ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun kanssa.

Fatemin, Glaumin & Kaiserin (2018) mukaan ympäristövastuun osa-alueella on markkina-arvoon nähden lineaarinen vaikutus yritysten vahvuuksien ja heikkouksien suhteen. Sosiaalisen vastuun ja hallintotapa-asioden suhteen heidän mukaan heikkoudet vaikuttavat negatiivisesti, mutta vahvuudet eivät vaikuta lainkaan. Vahvin yhteys heikkouksien negatiiviseen vaikutukseen on hallintotapa-asioilla, jonka jälkeen sosiaalisen vastuun ulottuvuudella ja viimeisimmäksi ympäristövastuun ulottuvuudella. Buallay (2019) havaitsee myös ympäristövastuun positiivisen yhteyden, mutta tämän lisäksi hänen mukaan myös hallintotapa-asioden raportoinnilla on positiivinen yhteys markkina-arvoon nähden. Hänen mukaansa kuitenkin vain sosiaalisen vastuun raportoinnilla ilmenee negatiivinen

yhteys. Li ym. (2018) havaitsivat tutkimuksessaan positiivisen yhteyden ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun raportoinnin osalta, mutta ei hallintotapaa koskevan raportoinnin osalta. Jun ym. (2018) havaitsivat hallintotavan raportoinnilla olevan vahvin positiivinen yhteys, jonka jälkeen sosiaalisen vastuun raportoinnilla ja heikoin ympäristöasioiden raportoinnilla. Taylor ym. (2018) toteavat sen sijaan, että vain sosiaalisen vastuun informaation julkistaminen on yhteydessä suurempiin markkina-arvoihin. Havainto viittaa siihen, että yritysten strateginen sitoutuminen toimii yrityksen arvoa kasvattavasti sen sijaan, että tuettaisiin vain ympäristöaloitteita. Heidän mukaansa on myös mahdollista, että vain sosiaalisen vastuun vaikutus ilmenee tutkimustuloksissa siksi, että hallintotapaa ja ympäristövastuuta koskeva informaatio olisi kilpailtu jo markkinoilta pois.

Tutkimustulokset poikkeavat huomattavasti toisistaan yritys vastuun osa-alueiden suhteen. Tähän voi olla mahdollisesti selittävänä syynä tutkimusaineisto, tutkittava aikaväli sekä maantieteellinen sijainti, joiden puitteissa tutkimukset on rajattu. Fatemi ym. (2018) ja Taylor ym. (2018) tutkimusaineisto koostuu Yhdysvaltalaisista pörssiyrityksistä. Sen sijaan Buallayn (2019) ja Lin ym. (2018) tutkimuksissa on keskitytty Euroopassa listattuihin pörssiyrityksiin. Buallayn (2019) tutkimuksessa on keskitytty tarkemmin vain eurooppalaisiin pörssiin listattuihin pankkeihin, kun taas Li ym. (2018) tutkimusaineisto koostuu FTSE 350 indeksin yrityksistä, joka sisältää Lontoon pörssiin listattuja yrityksiä. Jun ym. (2018) aineisto sen sijaan kattaa pörssiyrityksiä 74 eri maasta.

## **5.5 Informaation epäsymmetria ja yritys vastuun informaation epäsymmetrinen vaikutus markkinoihin**

Kuten aiemmin tutkielmassa on esitetty teoriaosuudessa, tehokkailla markkinoilla lähes kaikki olemassa oleva informaatio on heijastunut yrityksen osakkeen arvoon, ja vain uusi informaatio oikaisee tätä arvoa. Markkinaosapuolten rooleista johtuen on olemassa kuitenkin informaation epäsymmetriaa. Yritys vastuun informaatiolla on myös havaittavissa epäsymmetrisiä vaikutuksia osakemarkkinoihin. Tarkasteltavissa tutkimuksissa on pääsääntöisesti havaittu, että yritys vastuun informaation julkistamisella on informaation epäsymmetriaa lieventävä vaikutus markkina-osapuolten välillä (Li ym. 2018; Fatemi ym. 2018; Yu ym. 2018; Jun ym. 2018; Egginton & McBrayer 2019). Kuitenkin tutkimuksissa on havaittu poikkeuksia tutkimustuloksissa informaation vaikutuksesta markkinoihin, sekä syitä näille poikkeuksille, jotka ovat toistensa kanssa ristiriidassa.

Fatemi ym. (2018) mukaan kokonaisuudessaan yritys vastuun raportoinnin vaikutus markkina-arvoon nähden on luonteeltaan markkinoiden reaktioita hillitsevä. Heidän mukaan tähän vaikuttaa

vastuullisuuden tason lisäksi itse raportoitavan informaation määrä. Brooksin & Oikonomoun (2018) tutkimus osoittaa sen sijaan, että yritysvastuulinformaation epäsymmetria ilmenee siten, että vastuuttomuuden negatiiviset vaikutukset ovat vahvempia, kuin vastuullisuuden positiiviset vaikutukset markkinoilla. Fatemi ym. (2018) mukaan yritysvastuuraportoinnista seuraava vastuullisuusongelmien negatiivisten vaikutusten suppeutuminen selittyy sillä, että tiedottamisen avulla yritykset voivat vakuuttaa sijoittajat siitä, että he ovat tehneet sitoumuksia ja toimenpiteitä heikkouksien eliminomiseksi. Vaihtoehtoisesti he pohtivat syyksi sitä, että yritykset voivat raportoinnin avulla oikeuttaa puutteensa vastuullisuudelle kertomalla vastuullisuutensa ja toimintansa periaatteista sekä asianmukaisuudesta.

Fatemin ym. (2018) mukaan kuitenkin suuri määrä informaatiota hillitsee positiivista vaikutusta markkinoilla. He arvioivat tälle syyksi sen, että markkinat tulkitsevat suuren määrän yritysvastuulinformaatiota yrityksen pyrkimyksenä perustella suuret investoinnit yritys vastuuseen. Tällä havainnolla voidaan olettaa, etteivät markkinat täysin luota yritys vastuuraportointiin pelkän määrän perusteella. Sen sijaan Egginton & McBrayer (2019) havaitsivat, että markkinoiden likviditeetti paranee yritys vastuulinformaation läpinäkyvyyden parantuessa ja, että tämä paraneminen tapahtuu samanaikaisesti yritysten päivittäessään yritys vastuulinformaation julkistamisstrategioita. Myös Gutsche, Schulz & Gratwohl (2017) havaitsivat, että yritys vastuulinformaation julkistamisella on vahvempi vaikutus yrityksen markkina-arvoon, kuin itse yritys vastuun toteutumisella. Tämän havainnon Egginton & McBrayer (2019) perustelevat siten, että markkinat reagoivat jo pelkkiin yritys vastuun aloitteiden julkistuksiin tietämättä itse näiden aloitteiden lopputuloksista, mikä on vahvasti ristiriidassa Fatemin ym. (2018) näkemyksen kanssa. Lisäksi Gutsche ym. (2017) päättelivät, että suhteellisen suuri määrä yritys vastuulinformaatiota markkinoilla tulkitaan virheellisesti hyvänä yritys vastuuna. He korostavat myös, että markkinaosapuolilla on ilmeisimmin vaikeuksia käsitellä liian suurta määrää yritys vastuulinformaatiota ja, että yritys johtajat voivat pyrkiä hyödyntämään yritys vastuuraportointia opportunistisesti ilmoittaakseen hyviä uutisia huonojen uutisten sijaan.

## **5.6 Yritys vastuu-uutisten vaikutus markkina-arvoon**

Hummel, Mittelbach-Hoermanseder, Rammerstorfer & Weinmayer (2019) sekä Capelle-Blancard & Petit (2017) kohdistivat tutkimuksensa yritys vastuuseen liittyviin tapahtumiin tutkimalla, kuinka markkinat reagoivat tapahtumia koskeviin uutisiin sekä yritys vastuuraportoinnin vaikutusta uutisista seuraaviin markkinareaktioihin. Heidän mukaan yrityksiin kohdistuvat negatiiviset yritys vastuuta koskevat uutiset vaikuttavat kohdeyrityksen markkina-arvoon negatiivisesti, eivätkä yritykset



Capelle-Blancardin & Petitin (2017) mukaan hyödy keskimääräisesti lainkaan positiivisista julkistuksista. Lisäksi Capelle-Blancardin & Petitin (2017) mukaan yrityksiin kohdistuvat negatiiviset yritysvastuutapahtumat laskevat kohdeyrityksen markkina-arvoa kolmen vuorokauden kuluessa uutisen julkistamisesta keskimäärin 0,1%. Markkinaosapuolet reagoivat heidän mukaansa myös pääosin julkisen median tuottamiin uutisiin eivätkä yritysten omiin julkistuksiin.

Capelle-Blancard & Petit (2017) mukaan markkinoiden reaktiot negatiivisiin uutisiin ovat lievempiä, kun yritys on julkistanut enemmän positiivista yritysvastuulinformaatiota kuin kilpailijansa ja, kun toimialan maine on hyvä. Negatiivisten uutisten vaikutus on myös voimakkaampi, kun uutiset ovat taloudellisia ja määrällisesti suuntautuneita ja, kun tapahtuman ja yrityksen välille on liitettävissä tunneläheisyyttä. Tätä vastoin Hummel ym. (2019) mukaan markkinoiden negatiiviset reaktiot ovat voimakkaampia yrityksille, jotka ovat julkaisseet paljon aihekohtaista yritysvastuulinformaatiota etukäteen ennen itse negatiivista tapahtumaa. Syyksi tälle he perustelevat sijoittajien luottamuksen tason yrityksen tulevaisuuden näkymiä kohden, joka päivittyy voimakkaammin yritysten suhteen, jotka ovat julkistaneet enemmän informaatiota.

## 6. Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella yritysvastuuraportoinnin vaikutusta yritysten arvostukseen osakemarkkinoilla. Osakemarkkinoilla arvostuksen katsotaan ilmenevän ensisijaisesti markkinoiden tehokkuutta parantavana mekanismina. Toissijaisesti sen katsotaan ilmenevän markkina-arvoon vaikuttavien tekijöiden myötä epäsuorana vaikutuksena, mikä ilmenee muun muassa osingonmaksun ja likviditeetin parantumisen myötä informaation epäsymmetrian laskiessa. Tutkielman teoreettisessa osuudessa on käsitelty ensimmäisenä yritys vastuun aihealuetta sekä yritys vastuuraportointia ja siihen vaikuttavaa sääntelyä ja ohjeistoja. Tämän jälkeen on käsitelty osakemarkkinoiden osalta informaation, tuotto-odotuksen ja riskin sekä osakkeen arvonmäärittystä koskevaa teoriaa. Kirjallisuuskatsauksessa on selvitetty tutkimusten tulosten myötä yritys vastuuraportoinnin vaikutusten ilmentymistä markkina-arvoon nähden eri näkökulmista. Tässä kappaleessa käsitellään ensimmäisenä tutkielman tulokset eli vastaukset tutkimuskysymyksiin. Tämän jälkeen tuodaan esille tutkielman rajoitukset sekä mahdollisia näkökulmia tulevaisuuden tutkimuksiin.

Tutkielman tavoitteena on vastata seuraaviin tutkimuskysymyksiin: Millainen vaikutus yritys vastuuraportoinnilla on yritysten markkina-arvoon? Mitkä tekijät määrittävät tätä vaikutusta? Millaisilla yrityksillä yritys vastuulinformaatio on kattavampaa?

Tutkielman aineiston pohjalta voidaan todeta, että yritys vastuuraportoinnilla ja yritys vastuulinformaation julkistamisella on kokonaisuutena positiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvolle. Kuitenkin tälle yhteydelle selittävät tekijät ja syyt ovat osittain suurestikin ristiriidassa toistensa kanssa. Yritys vastuun eri ulottuvuuksien vaikutus markkina-arvoon nähden yksinään tarkasteltuna on epäselvä, joka ilmenee Fatemin ym. (2018), Taylorin ym. (2018), Buallayn (2019), Lin ym. (2018) sekä Junin ym. (2018) tutkimustuloksista, jotka osoittautuivat olevan vahvasti ristiriidassa toistensa kanssa. Vastaavaa merkittävää ristiriitaisuutta tutkielmassa ilmeni myös yritys vastuulinformaation julkistamisen määrän sekä yritys vastuun uutisten negatiivisten ja positiivisten vaikutusten suhteen, markkina-arvoon nähden.

Tekijät joiden kautta arvostus osakemarkkinoilla ilmenee viittaavat markkinoiden tehokkuuden parantumiseen. Tarkastelluissa tutkimuksissa havaitut tulokset yritys vastuulinformaation vaikutuksesta informaation epäsymmetriaan ja markkinoiden tehokkuuteen, pohjautuvat pääosin samaan suuntaan kuin tulokset yritys vastuuraportoinnin positiivisesta yhteydestä yrityksen markkina-arvolle.

Tutkielman perusteella on havaittavissa että yritysvastuulinformaatiolla on informaation epäsymmetriaa lieventävä vaikutus markkinoihin nähden (Li ym. 2018; Fatemi ym. 2018; Yu ym. 2018; Jun ym. 2018; Egginton & McBrayer 2019). Informaation epäsymmetrian lieventymisen myötä osakemarkkinoiden tehokkuus paranee, minkä seurauksena myös likviditeetti paranee osakemarkkinoilla, kuten Egginton & McBrayer (2019) tutkimuksessaan osoittavat. Näin ollen informaation epäsymmetrian osalta tulokset ovat yhdenmukaisia osakemarkkinoita koskevassa teoriaosiossa käydyn tehokkaiden markkinoiden olettan sekä informaation epäsymmetrian kanssa. Informaation epäsymmetrian lieventymisen voidaan katsoa olevan tutkielmassa myös merkittävin selittävä tekijä yritysraportoinnin ja osakemarkkinoiden positiiviselle yhteydelle, sillä käsiteltyjen tutkimusten tulokset ovat tämän suhteen yhdenmukaisia.

Tulokset yritysraportoinnin ja markkina-arvon välisestä positiivisesta yhteydestä ovat osakkeen arvonmäärittämisestä, tuotto-odotusta sekä riskiä koskevan teorian kanssa yhdenmukaisia. Kuitenkaan yritysraportointitapahtumien markkinareaktioiden suhteen ei voida samaa johtopäätöstä tehdä, sillä tulokset osoittautuivat markkinareaktioiden suhteen myös ristiriitaisiksi. Capelle-Blancardin & Pettin (2017) sekä Fatemin ym. (2018) mukaan yritysraportoinnilla on negatiivisia markkinareaktioita hillitsevä ominaisuus. Kuitenkin tätä vastoin Brooks & Oikonomou (2018) ja Hummelin ym. (2019) mukaan negatiiviset vaikutukset ovat vahvempia kuin positiiviset vaikutukset.

Tamimin & Sebastianellin (2017), Yun ym. (2018), ja Minutolon ym. (2019) havaintojen pohjalta voidaan todeta, että yritysraportointi ja sen julkistaminen on kattavampaa suuremmilla yrityksillä. Johtajan palkitsemisen liittäminen yritysraportointiin viittaa myös kattavampaan yritysraportointiin ja sen julkistamiseen (Tamimi & Sebastianelli 2017; Li ym. 2018). DeVilliersin ym. (2019) ja Eggintonin & McBrayerin (2019) havaintojen perusteella markkinoilla arvostetaan suhteellisesti myös enemmän yrityksiä, joilta ei odoteta niin paljoa yritysraportointia, mutta silti julkaisevat sitä. Kuitenkaan ei ole optimaalista pyrkiä maksimoimaan julkaistavan yritysraportointin määrää kuten Jun ym. (2018) ja Minutolo ym. (2018) havainnot osoittavat.

Ristiriitaisille tuloksille on olemassa monia mahdollisia syitä. Käsitellyissä tutkimuksissa on yritysraportointin mittaamiseen hyödynnetty pääosin yhdenmukaista tietokantaa, Bloombergin yritysraportointitietokantaa. Kuitenkin tutkimuksissa on kyseistä aineistoa hyödynnetty toisistaan poikkeavilla mittausmenetelmillä, jonka seurauksena tutkimustuloksetkin ovat toisistaan tietyin osin huomattavasti poikkeavia. Aihealueen tutkimuksissa on myös yleisesti todettu, että laadullisen yritysraportointin ja markkinaperusteisen informaation, yhdistäminen on haasteellista, joka johtaa

ristiriitaisiin tutkimustuloksiin. Tämän lisäksi käsiteltyjen tutkimusten kohteina tarkastellut yritykset ovat maantieteelliseltä sijainniltaan, ja tarkastellulta ajanjaksoltaan poikkeavia. Yritysvastuuraportointi on kehittynyt vahvasti 2000-luvun aikana ja viimeisimpien vuosien saatossa on yritysvastuun suhteen tehty muutoksia myös kansallisen lainsäädännön, kansainvälisen sääntelyn sekä raportointia koskevien ohjeistojen suhteen, jolla on ilmeisimmin myös merkittävä vaikutus tutkielmassa hyödynnettyjen tutkimusten osalta. Käsitellyissä tutkimuksissa on myös osaltaan jokaisessa tutkimuksessa tehty omat rajauksensa aineiston sekä tutkimusmenetelmien suhteen. Tästä johtuen tämän tutkielman tulokset ovat päteviä vain tutkielman rajausten puitteissa, jotka on esitelty kirjallisuuskatsausta koskevan osion alussa.

Tulevaisuuden tutkimuskohteet aihealueella voisivat keskittyä kehittyneen lainsäädännön vaikutuksen tarkasteluun yritysvastuuraportoinnin ja osakemarkkinoiden välillä. Capelle-Blancardin & Pettin (2017) tutkimuksen havaintoja markkinoiden reaktiosta 3 vuorokauden sisällä voisi tutkia myös lisää siltä näkökulmalta, että missä ajassa markkinat keskimäärin korjaavat itsensä negatiivisen yritysvastuutapahtuman jälkeen, vai korjaavatko lainkaan. Yritysvastuuraportoinnin vaikutusta markkinareaktioihin voisi myös tutkia tarkemmin siten, että kohdistuuko yrityksiin, jotka raportoivat enemmän yritysvastuulinformaatiota vahvemmat negatiiviset markkinareaktiot vai päteekö yritysvastuuraportoinnin markkinoita hillitsevä oletama.

## Lähdeluettelo

- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2014). "Investments". 10. Painos. *McGraw-Hill Education Inc.*, New York.
- Brooks, C. & Oikonomou, I. (2018). "The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance". *The British Accounting Review*, 50(1), 1 – 15.
- Buallay, A. (2019). "Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector". *Management of Environmental Quality*, 30(1), 98 – 115.
- Capelle-Blancard, G. & Petit, A. (2017). "Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction". *Journal of Business Ethics*, 157(2), 543 – 565.
- Crowther, D. & Capaldi, N. (2008). "The Ashgate research companion to corporate social responsibility". *Ashgate Publishing Limited*, Englanti.
- DeSilva, S. & Kumudini, H. (2017). "Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development: An Australian Study". *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438 – 450.
- DeVilliers, C., Ma, D. & Marques, A. (2019). "CSR disclosure, dividend pay-outs and firm value: Relations and mediating effects". Saatavilla: URL<[https://cdn.whu.edu/fileadmin/Faculty/Chairs/Chair\\_of\\_Corporate\\_Finance/CSR\\_Conference/CSR\\_\\_\\_dividends\\_-\\_AAA\\_2019\\_Final\\_-\\_Marques.pdf](https://cdn.whu.edu/fileadmin/Faculty/Chairs/Chair_of_Corporate_Finance/CSR_Conference/CSR___dividends_-_AAA_2019_Final_-_Marques.pdf)>.
- Edmans, A. (2016). "28 Years of Stock Market Data Shows a Link Between Employee Satisfaction and Long-Term Value". *Harvard Business Review*.
- Edmans, A. (2015). "The Social Responsibility of business" [Esittelee tutkimustuloksiaan TED x London Business School seminaarissa]. Saatavilla: URL<<https://www.youtube.com/watch?v=Z5KZhm19EO0>>.
- Egginton, J. & McBrayer, G. (2019). "Does it pay to be forthcoming? Evidence from CSR disclosure and equity market liquidity". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 396 – 407.
- Euroopan Komissio (2019a). "Corporate Social Responsibility & Responsible Business Conduct". Saatavilla: URL<[https://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility\\_nl](https://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility_nl)>. Viitattu: 01.12.2019.
- Euroopan Komissio (2019b). "Paris agreement". Saatavilla: URL<[https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_en](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_en)>. Viitattu: 01.12.2019.
- Euroopan Komissio (2018) "Sustainable finance: Commission's Action Plan for a greener and cleaner economy". Saatavilla: URL<[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_18\\_1404](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_1404)>. Viitattu: 03.12.2019.
- Fatemi, A., Glaum, M., Kaiser, S. (2018). "ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure". *Global Finance Journal*, 38, 45 – 64.
- Fink, A. (2005). "Conducting Research Literature Reviews: From the Internet to Paper". 2. Painos. *Sage Publications*, Yhdysvallat.
- Finsif (2019). "Mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa". Saatavilla: URL<<https://www.finsif.fi/mita-se-on/>>. Viitattu: 20.10.2019.
- FrameworkESG (2016). "Behind the Bloomberg ESG disclosure score". Saatavilla: URL<<https://frameworkesg.com/bloomberg-esg-disclosure-scores-behind-the-terminal/>>. Viitattu: 04.04.2016.
- Friedman, M. (1970). "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits". *New York Times*.

- Global Reporting Initiative (2019a). "About GRI". Saatavilla:  
URL<<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>>. Viitattu: 06.11.2019.
- Global Reporting Initiative (2019b). "GRI's History". Saatavilla:  
URL<<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/gri-history/Pages/GRI%27s%20history.aspx>>. Viitattu: 06.11.2019.
- GRI Secretariat (2016). "Introducing the GRI Standards". [GRI Standardien esittelyvideo]. Saatavilla:  
URL<<https://www.youtube.com/watch?v=RDe8Kkh1BrU&t=393s>>.
- Gutsche, R., Schulz, J. & Gratwohl, M. (2017). "Firm-value effects of CSR disclosure and CSR performance". *EFMA-Conference proceedings*, 1 – 31.
- Haapakoski, K. (2017). "Yritysvastuun merkitys kasvaa". *Markkinointi ja Mainonta*, 21/2017. Saatavilla:  
URL<<https://www.marmai.fi/uutiset/yritysvastuun-merkitys-kasvaa/e86ccb92-4931-3a6a-bac7-25e9c22ec94a>>.
- Haapala, A. (2016). "Yritysten on pakko alkaa vastuullisiksi, salailu ei enää onnistu". *Kauppalehti*. Saatavilla:  
URL<<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yritysten-on-pakko-alkaa-vastuullisiksi-salailu-ei-ena-onnistu/c28f817f-6f37-3061-b93b-77cf87a5e005>>.
- Harmaala, M-M. & Jallinoja, N. (2012). "Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta". *Sanoma Pro Oy*, Helsinki.
- Hummel K., Mittelbach-Hoermanseder, S., Rammerstorfer, M. & Weinmayer, K. (2019). "Stock Market Reactions and CSR Disclosure in the Context of Negative CSR Events". *SSRN Electronic Journal*.
- Ikäheimo, S., Laitinen, E., Laitinen, T. & Puttonen, V. (2014). "Yrityksen taloushallinto tänään". *Vaasan Yritysinformaatio Oy*, Vaasa.
- Integrated Reporting (2019). "International <IR> Framework". Saatavilla:  
URL<<https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>>. Viitattu: 06.11.2019
- Jun, X., Wataru, N., Michiyuki, Y., Hidemichi, F. & Shunsuke, M. (2018). "Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?". *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286 – 300.
- Juutinen, S. (2016). "Strategisen yritysvastuun käsikirja". *Alma Talent Oy*, Helsinki.
- Juvonen, M., Koskensyrjä, M., Kuhanen, L., Ojala, V., Pentti, A., Porvari, P. & Talala, T. (2014). "Yrityksen riskienhallinta". *Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy*, Helsinki.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2012). "Moderni rahoitus". *Sanoma Pro Oy*, Helsinki.
- Kocollari, U. (2018). "Strategic Corporate Responsibility – The Social Dimension of Firms". *Routledge*, Lontoo.
- Koipijärvi, T. & Kuvaja, S. (2017). "Yritysvastuu: johtamisen uusi normaali". *Kauppakamari*, Helsinki.
- Kurittu, K. (2018). "Yritysvastuuraportointi – Kiinnostavan viestinnän käsikirja". *Alma Talent Oy*, Helsinki.
- Kuvaja, S. (2017). "Vastuullisuus nousi yritystoiminnan ytimeen". *Helsingin sanomat*. Saatavilla:  
URL<<https://www.hs.fi/paakirjoitukset/art-2000005354748.html>>.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X-Y. & Koh, L. (2018). "The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power". *The British Accounting Review*, 50(1), 60 – 75.
- Liappis, H., Pentikäinen, M. & Vanhala, A. (2019). "Menesty Yritysvastuulla". *Edita Publishing Oy*, Keuruu.
- Mervelskemper, L. & Streit, D. (2017). "Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?". *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536 – 549.

- Minutolo, M., Kristjanpoller, W. & Stakeley, J. (2019). "Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance". *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1083 – 1095.
- Niskala, M., Tarna-Mani, K., Puroila, J. & Pajunen, T. (2019). "Yritysvastuu Raportointi- ja Laskentaperiaatteet". *Suomen Tilintarkastajat ry*, Helsinki.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2013). "Yritysrahoitus". *Edita Publishing Oy*, Porvoo.
- Nokkala, J. (2018). "Siirrykö yritysvastuuraportointi osaksi talouden tunnuslukuja". *Tilisanomat*, 2/2018. Saatavilla: URL<<https://tilisanomat.fi/kirjanpito/siirryko-yritysvastuu-raportointi-osaksi-talouden-tunnuslukuja>>.
- Rohweder, L. (2004). "Yritysvastuu – kestävä kehitys organisaatiossa". *WS Bookwell Oy*, Porvoo.
- Sahut, J.-M., Peris-Ortiz, M. & Teulon, F. (2019). "Corporate Social Responsibility and Governance". *Journal of Management and Governance*, 23(4), 901 – 912.
- Silvola, H. (2016). "Onko Yritysvastuuraportoinnista Hyötyä?". *Aalto University Professional Development*. Saatavilla: URL<<https://www.aaltopro.fi/aalto-leaders-insight/2016/onko-yritysvastuuraportoinnista-hyotya>>.
- Silvola, H. & Landau, T. (2019). "Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin". *Alma Talent Oy*, Helsinki.
- Stakeholder Theory (2018). "About". Saatavilla: URL<<http://stakeholdertheory.org/about/>>. Viitattu: 01.12.2019.
- Suomen Ulkoministeriö (2018). Saatavilla: URL<[https://um.fi/rahoituskohteet-oecd-tavoitteet/asset\\_publisher/ghmkhcSfbCsD/ahaKytInterventionType/id/3071783](https://um.fi/rahoituskohteet-oecd-tavoitteet/asset_publisher/ghmkhcSfbCsD/ahaKytInterventionType/id/3071783)>. Viitattu: 04.11.2019.
- Suomen Työ- ja Elinkeinoministeriö (2019). "vastuullisuusraportointi". Saatavilla: URL<<https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>>. Viitattu: 04.11.2019.
- Sustainability Accounting Standards Board (2019). "Why SASB?". Saatavilla: URL<<https://www.sasb.org/why-sasb/>>. Viitattu: 05.11.2019.
- Suomen YK-Liitto (2019). "Kestävän kehityksen tavoitteet". Saatavilla: URL<<https://www.ykliitto.fi/yk-teemat/kestava-kehitys/kestavan-kehityksen-tavoitteet>>. Viitattu: 30.11.2019.
- Tamimi, N. & Sebastianelli, R. (2017). "Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores". *Management Decision*, 55(8), 1660 – 1680.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2019). "About the Task Force – Our Mission". Saatavilla: URL<<https://www.fsb-tcfd.org/about/>>. Viitattu: 05.11.2019.
- Taylor, J., Vithayathil, J. & Yim, D. (2018). "Are corporate social responsibility (CSR) initiatives such as sustainable development and environmental policies value enhancing or window dressing?". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 971 – 980.
- Tenhunen, M. (2013). "Raportointi kannattaa". *Tilisanomat*, 4/2013. Saatavilla: URL<<https://tilisanomat.fi/kirjanpito/raportointi-kannattaa>>.
- Vastuullisuusraportti.fi (2016). "Mitä vastuullisuus yritystoiminnassa tarkoittaa?". Saatavilla: URL<<http://vastuullisuusraportti.fi/2016/03/09/mita-vastuullisuus-yritystoiminnassa-tarkoittaa>>. Viitattu: 20.10.2019.
- Yu, E., Guo, C. & Luu, B. (2018). "Environmental, social and governance transparency and firm value". *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987 – 1004.